安信证券 ESSENCE SECURITIES

2020 年 02 月 16 日

行业深度分析

证券研究报告

商贸零售

电商黑马的模式、壁垒及潜在价值——从拼多多崛起看零售商发展机遇

投资评级 领先大市-A

维持评级

首选股票		目标价	评级
601933	永辉超市	10.50	买入-A
603708	家家悦	30.00	买入-A
002024	苏宁易购	12.30	买入-A
002127	南极电商	14.75	买入-A
002697	红旗连锁	10.00	买入-A
603214	爱婴室	55.44	买入-A
603605	珀莱雅	104.06	买入-A
603983	丸美股份	78.11	买入-A
688363	华熙生物		-
002867	周大生	25.75	买入-A
002419	天虹股份	13.25	买入-A

行业表现

资料来源：Wind 资讯

%	1M	3M	12M
相对收益	-4.59	-2.68	-26.26
绝对收益	-8.48	0.18	-6.82

刘文正 分析师

SAC 执业证书编号：S1450519010001

liuwz@essence.com.cn

021-35082109

杜玥莹 报告联系人

duyy@essence.com.cn

021-35082358

相关报告

疫情当前首推必选超市龙头，春节错期化妆品龙头线上持续高增 2020-02-09

12 月社零略超预期，必选春节效应提前，可选龙头景气提升 2020-01-19

12 月 CPI 同比上涨 4.5%，重视超市龙头布局机会 2020-01-12

12 月化妆品龙头线上持续高增，新品相继发布，继续推荐 2020-01-05

医美产业链深度剖析：变美，无止境 2019-12-25

- **拼多多崛起原因：紧抓下沉市场商机，主打低价拼团，借力微信圈层裂变**：①智能手机在下沉市场普及以及移动支付快速发展为拼多多进军下沉市场奠定基础：拼多多成立的 2015 年中国网民已基本实现移动化，三线及以下城市智能手机市场份额达 65%；且自 2015 年以来，中国移动支付规模每年以超 50%的增速增长；②微信支付+小程序，拼多多赶上了微信生态发展的春风：腾讯系移动支付用户规模 2014-2016 年由 1 亿增长至 6 亿，并借力公众号及小程序发展，提高微信流量转化率；③低价+拼团迅速裂变：阿里、京东等主流电商聚焦品质升级，拼多多吸引了大量被淘宝抛弃的经营低价商品的中长尾卖家，以低价包邮的形式满足了下沉市场的低价需求，借助规模庞大的微信流量（2016 年 7 亿、2018 年 11 亿用户），以分享拼团的模式实现了低成本用户扩张（2017Q2 阿里/京东/拼多多的获客成本各 371/185/3 元），并在规模化扩张后逐渐降低对微信流量依赖。截至 2019Q3，拼多多已成为拥有 5.36 亿年活跃买家数、滚动 12 月 8402 亿元 GMV、滚动 12 月营业收入 250.0 亿元电商平台。

- **模式并非昙花一现，对用户和商家仍保持较强吸引力：对用户**：①下沉市场对低价的需求持续存在：中国网民中月收入为 1-3000 元的网民占比近半，低消费能力网民占比较高。②一二线市场不会将拼多多拒之门外：拼多多由下沉市场进攻一二线取得较好成绩，一二线城市用户贡献的 GMV 占比由 2019 年 1 月的 37%提升至 2019 年 6 月的 48%，且参考 Costco 高性价比模式，中产阶级对商品性价比同样存在需求。③流量分配机制决定低价特性，GMV 不是补出来的：拼多多独特的流量分配机制决定白牌标品具有显著的价格优势，百亿补贴主要针对品牌商品，是拼多多扩大高线用户规模丰富品牌 SKU 的战略，且估算补贴商品仅贡献 GMV 约 6%。**对商家**：①流量优势显著：拼多多月活跃用户 2019Q2 超过京东成为电商第二，2019Q3 平均月活已达 4.30 亿。拼多多成立时间短，商家数量较少，流量大竞争小对于商家拓展销售渠道具有较大的吸引力。②费用低，营销手段简单灵活：拼多多 2019Q3 货币化率 2.98%，低于淘宝天猫 2019FY 的 3.62%，且预计短期不会大幅提升。③掌握核心议价权，模式有望长期存在：上游白牌商家领域仍为蓝海，空间广、供给充足且多为小型 B 端，流量性价比前提下，平台渠道价值很高，而对于平台而言，上游商家替换成本不高，故在产业链上下游关系中，平台仍掌握核心议价权。

- **壁垒：先发优势和流量壁垒阻绝后来者，价格优势构筑调性壁垒立足存量市场，C2M 布局未来**：①先发优势和流量壁垒阻绝后来者：拼多多抓住下沉市场空间和微信流量红利已积累 5.36 亿用户，低获客成本下 2017-2018 年仍合计亏损 38 亿元，新玩家入局赛道竞争激烈，其模仿者淘集集实现 1.3 亿用户增长亏损 12 亿元，而拼多多新增 1.4 亿用户仅亏损 3.7 亿元，其先发优势已形成流量壁垒，模仿者入局再难低成本扩张。②应对阿里京东，以成本优势构筑调性壁垒：一方面，平台运作模式下，拼多多履约成本约 2.5 元/单，相比之下，京东自营模式每单履约成本约 10-12 元，成本优势将反应于终端选品及价格，构筑调性壁垒；另一方面，纵使阿里向下沉市场发起攻势，其基于现有品牌战略、用户规模及 ARPU 分布，也很难有动机及能力在内部或外部孵化出一个新的拼多多，故而其

本报告版权属于安信证券股份有限公司。

各项声明请参见报告尾页。

VISIT…

下“聚划算”本质仍以品牌商家为核心、旨在处理库存，“淘宝特价版”亦未起规模；此外，2018Q3 拼多多人均年化 GMV 为 894 元，2019Q3 这部分老用户的人均年化 GMV 同比增长 124%至 2000 元，即为平台用户粘性印证。我们理解阿里近年来致力于提升平台调性、重视品牌和消费升级，天猫重要程度愈发突出；而京东以家电 3C 为主、坚持正品、服务至上的形象深入人心；拼多多则以价格优势聚拢对低价有需求的消费者，三大平台消费需求强项定位仍有不同。③C2M 布局未来：推出“新品牌计划”，计划扶持 1000 家制造企业，截至 2019 年 9 月累计推出超过 1800 款定制化产品，订单量超过 7000 万单，若未来大幅推进，既有利于加固现有护城河，亦有望实现低价低质向低价高质的转变，复制 Costco 在中高端市场的成功，在中长期维度放大平台高性价比的调性优势。

- **空间：当前收入成长远重于利润，关注拉新、复购及客单价，现金充足为后盾，商品端改善或带来跨越式成长。**①拉新：我们测算，拼多多或已基本完成了三线及以下网购用户的覆盖，并可能极大地刺激了低线城市用户的网购习惯，现有下沉市场用户已与阿里高度重叠；故而，对于用户角度而言，一则面对下沉市场近 5 亿尚未触网人群具备蓝海，二则争夺一二线未触达客户（2019 年 10 月拼多多一二线城市用户占比仅 27.6%，手淘为 42.7%），三则现有用户留存亦为重中之重，当前平台 2019Q3 5.36 亿用户规模距阿里数字经济体 9.6 亿用户（2Q19）以及微信 11.51 亿用户（2019Q3）仍有较大空间。②复购及客单价：平台当前人均年购买频次 26 次，与阿里的 90 次（2018 财年）差距较大，2019Q2 客单价约 50 元，其差距主因商品丰富度较低，随着百亿补贴不断丰富 SKU（百亿补贴开放搜索功能显示入驻品牌数已呈一定规模），并有意增加商品价格层次、着力高频品类供应链、并推行满减等活动，用户消费频次、客单价有望提升。③现金充足：截至 2019Q3，公司现金、现金等价物及短期投资总额为 402.55 亿元，足以支撑长期营销费用投资，且黄峥持股 44.60%，未来定增融资或仍有空间。我们基于公司年报推算：假设平台暂停高额营销费用补贴，已可实现理论盈利，且利润率相对可观；但基于现有行业格局及潜在空间，公司当前收入成长或远重于利润；短期来看，平台依靠存量用户的人均 GMV 提升仍能保证 30%的年复合收入增速，但长期来看，若商品端得以进一步突破，或将带来跨域式增长。

- **投资建议：**在阿里、京东两家独大背景下，拼多多过去几年的崛起速度可谓出人意料；回顾其发展历程，既有聚焦，亦有改变。当前虽然阿里京东均发力下沉市场，拼多多仍然实现了用户忠诚度的较大提升，我们认为其背后的原因在于先前模式的积累、变化以及商家、用户需求的良好匹配；而远观未来，我们看好拼多多紧抓商家及用户需求分层、主打高性价比、迭代扩张的优势及能力，同时也认同其巨额补贴过后是否具备较高获客效率及留存率、未来若竞争进一步恶化如何应对等问题需要密切跟踪。我们分析拼多多作为电商黑马的模式、壁垒及潜在价值，并据此推荐：1）同样拥有超强消费者需求应对及供应链整合能力的线下龙头公司永辉超市、家家悦、苏宁易购、南极电商、红旗连锁、爱婴室等；2）发力下沉市场、广阔空间大有可为的品牌渠道商珀莱雅、丸美股份、周大生、天虹股份等。

- **风险提示：**1）行业竞争加剧；2）渠道整合不及预期；3）低线城市消费升级不及预期；4）短期费用大幅拖累。

本报告版权属于安信证券股份有限公司。
各项声明请参见报告尾页。

内容目录

1. 拼多多：聚焦低价拼团，掘金低线市场，跻身电商前三 6
1.1. 创立 4 年 5 亿人在用的电商黑马 6
1.2. 崛起：紧抓下沉市场商机，主打低价拼团，借力微信圈层裂变 7
1.3. 市占率大幅提升，持续投资营销获客，以亏损换高营收增长 9
2. 模式：高性价比商品吸引用户，低成本流量聚拢商家，商业模式有望长期存在 12
2.1. 为什么用户在拼多多购物？ 12
2.1.1. 下沉市场低价需求持续存在，高性价比有望打破一二线空间 12
2.1.2. 白牌标品价格优势显著，补贴贡献 GMV 仅 6% 13
2.2. 为什么商家在拼多多开店？ 16
2.2.1. 用户增长迅速，流量优势显著 16
2.2.2. 入驻 0 门槛，营销手段简单灵活 16
2.3. 平台仍掌握核心议价权，商业模式有望长期存在 18
3. 壁垒：先发优势和流量壁垒阻绝后来者，价格优势构筑调性壁垒立足存量市场，C2M 布局未来 20
3.1. 应对后来者：先发优势和流量壁垒已现，拼多多模式难再复制 20
3.2. 应对阿里京东的下沉：存量市场价格优势显著，已形成低价调性壁垒 21
3.3. 展望未来：C2M 加固平台调性护城河，未来有望进一步放大高性价比优势 22
4. 空间：关注拉新、复购及客单价，充足现金为后盾，商品端改善或迎跨越式成长 24
4.1. 用户规模尚未触顶，低线拉新仍有空间，一二线市场如火如荼 24
4.2. 客单频次双重拉动，人均 GMV 持续攀升 26
4.2.1. 高客单商品+满减，提升客单价 28
4.2.2. 多价格层次+高复购品类，提升消费频次 29
4.3. 账面现金充足，支撑公司长期投资 33
4.4. 存量用户 ARPU 提升确保短期收入增长，长期关注商品端突破 33
5. 投资建议 35
6. 风险提示 35

图表目录

图 1：拼多多发展历程 6
图 2：智能手机逐渐普及，中国网民已实现移动化 7
图 3：第三方移动支付市场 2015 年以来发展迅速 7
图 4：城乡家庭恩格尔系数下降，释放可选消费空间 7
图 5：中国中产阶级比重持续提升 7
图 6：腾讯系支付用户规模 2014-2016 年快速增长 8
图 7：微信、手淘、京东活跃用户规模（百万人） 8
图 8：拼多多包邮门槛低 8
图 9：拼多多拼单可享有较大优惠 8
图 10：公司最初采取去中心化的传播、购买模式：传播次数及触达人数指数级增长，转化率、留存率均较高 9
图 11：网上商品服务和零售市占率（%） 10
图 12：拼多多和同业公司收入对比（亿元） 10
图 13：拼多多货币化率（%） 10
图 14：淘宝天猫货币化率（%） 10

本报告版权属于安信证券股份有限公司。
各项声明请参见报告尾页。

图 15：阿里中国零售市场电商收入结构（%，2012-2019FY）.....11
图 16：拼多多收入结构（%，1Q18-3Q19）.....11
图 17：拼多多持续亏损.....11
图 18：高额营销费用率导致拼多多经营亏损.....11
图 19：淘宝天猫收入结构.....12
图 20：月收入 1-3000 的网民占比近半，下沉市场对低价需求持续存在.....13
图 21：拼多多移动端首页.....14
图 22：拼多多活动位报名流程.....15
图 23：拼多多的低价销售机制.....15
图 24：拼多多 2Q19 月活跃用户超过京东.....16
图 25：拼多多商家成功案例.....18
图 26：2019 年拼多多品类构成——33%为服饰、15%为电子产品、19%为快消、33%为其他.....18
图 27：以服装为例：商家白牌为主，遵循二八法则，头部集中.....18
图 28：阿里平台对品牌商吸引力更强，白牌商家则应偏爱拼多多.....19
图 29：阿里、京东、拼多多活跃买家数（百万人）.....20
图 30：拼多多用户规模增长离不开高额营销费用投入.....20
图 31：拼多多具有价格便宜、容易使用的特点.....22
图 32：拼多多具有大众化、品类齐全的特点.....22
图 33：拼工厂直播.....23
图 34：多多果园.....23
图 35：拼多多近 12 个月货币化率（%）.....24
图 36：拼多多、阿里巴巴年活跃买家数（万人，1Q17-3Q19）.....24
图 37：拼多多的崛起可能极大地刺激了低线城市用户的网购习惯，守城攻城，下沉市场空间仍大.....25
图 38：手淘中的拼多多用户占比（2019 年 10 月）.....25
图 39：拼多多用户中的手淘用户占比（2019 年 10 月）.....25
图 40：手淘、拼多多用户城市分布（2019 年 10 月）.....26
图 41：手淘、拼多多用户年龄分布（2019 年 10 月）.....26
图 42：阿里、京东、拼多多获客成本（元/人）.....26
图 43：多角度来看，平台早期用户购买习惯或在增强.....27
图 44：拼多多全球日卖排行榜.....28
图 45：拼多多百亿补贴精选产品.....28
图 46：拼多多返现领券页面.....29
图 47：拼多多满减购物页面.....29
图 48：拼多多用户年购买频次与淘宝天猫仍有较大差距.....29
图 49：百亿补贴海淘类品牌商品.....31
图 50：百亿补贴非海淘类品牌商品.....31
图 51：拼多多增信措施.....31
图 52：拼多多正品险.....31
图 53：2019 年 9 月移动购物行业 TOP3 APP 在辣妈奶爸人群渗透率.....32
图 54：拼多多现金和短期投资（4Q17-3Q19）.....33
图 55：拼多多经营性现金流净额（4Q17-3Q19）.....33

表 1：拼多多股权结构（2019/3/31）.....6

本报告版权属于安信证券股份有限公司。
各项声明请参见报告尾页。

表 2：拼多多逐步降低对微信流量依赖（单位：万人） 9
表 3：淘宝天猫、拼多多、京东收入模式对比 10
表 4：拼多多、淘宝白牌标品价格对比（元） 14
表 5：阿里妈妈营销平台 16
表 6：拼多多推广产品解析 17
表 7：拼多多开店保证金 17
表 8：阿里当前下沉市场单用户消费金额可能远超过拼多多 20
表 9：滚动 12 月数据来看：单个活跃买家交易额仍以 70-90%的年复合增速提升，且取代年活跃买家人数增长，成为 GMV 增长的关键驱动力 27
表 10：活跃买家人均 GMV 根据留存时间的拆分和预测 34
表 11：2020 年收入增速敏感性分析 34

本报告版权属于安信证券股份有限公司。
各项声明请参见报告尾页。

1. 拼多多：聚焦低价拼团，掘金低线市场，跻身电商前三

1.1. 创立 4 年 5 亿人在用的电商黑马

拼多多（PDD.O）隶属上海寻梦信息技术有限公司，创立于 2015 年 9 月，2018 年 7 月在美国纳斯达克证券交易所正式挂牌上市。创立 4 年，拼多多平台已汇聚 5.363 亿年度活跃买家和 360 多万活跃商户，平台年交易额超过 8402 亿元，迅速发展成为中国第二大电商平台。

创始人黄峥拥有深厚的技术背景和互联网行业经验。拼多多创始人黄峥毕业于浙江大学竺可桢学院，获美国威斯康辛麦迪逊大学硕士学位后加入 Google，任软件工程师和项目经理，2006 年与李开复一起建立 Google 中国办公室，2007 年离开 Google 后，先后创立手机电商、电商代运营以及游戏公司。公司创始人团队还包括高盛前总裁约翰·桑顿、百度前 COO 陆奇、嘉里集团副董事长杨荣文以及红杉资本全球执行合伙人沈南鹏。公司成员平均年龄 26 岁，70%成员毕业于清北复交浙等国内知名高校以及其他海外名校，包括大量来自谷歌、百度、阿里巴巴、腾讯等名企的技术和产品精英。

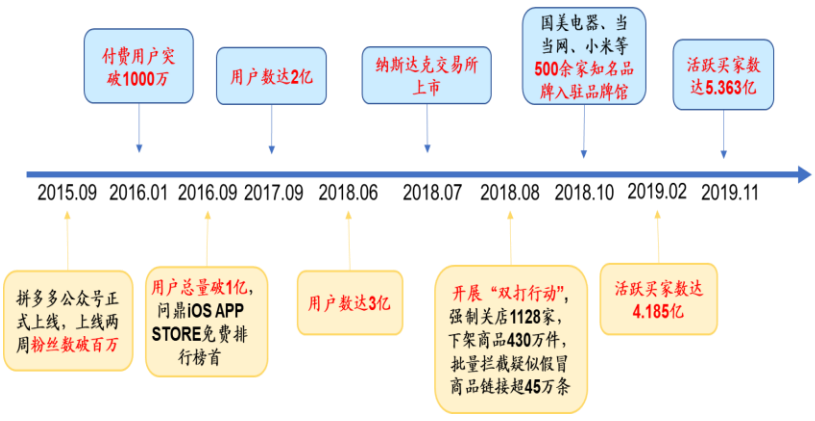
创始人黄峥持股 44.6%，拥有 89.0%投票权。拼多多实行同股不同权的 AB 股，A 股投票权为 1:1 而 B 股投票权为 1:10。截至 2019 年 3 月 31 日，公司第一大股东为黄峥，持股 44.6%，拥有 89.0%投票权，腾讯、高榕资本和红杉资本分别持股 16.9%、8.4%和 7.2%。

表 1：拼多多股权结构（2019/3/31）

股东名称	持股数量（万股）	持股比例（%）	投票权（%）
黄峥（董事长&CEO）	207445	44.6	89.0
腾讯	78647	16.9	3.4
高榕资本	39177	8.4	1.7
红杉资本	33419	7.2	1.4
沈南鹏（红杉合伙人&公司独立董事）	19236	4.1	0.8
其他高管	3003	0.6	-
其他股东	84017	18.1	3.7
合计	464943	100	100

资料来源：公司财报，安信证券研究中心

图 1：拼多多发展历程



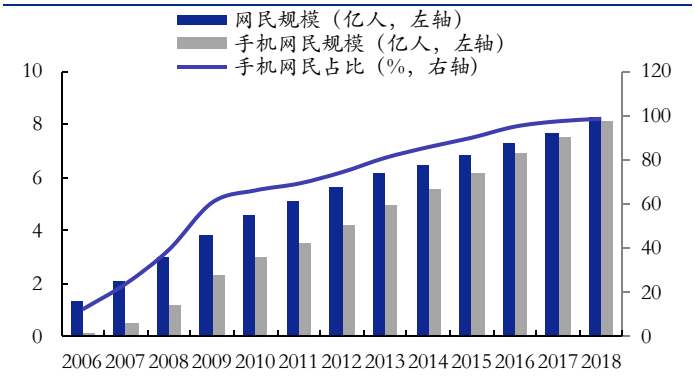
资料来源：拼多多官网，安信证券研究中心

本报告版权属于安信证券股份有限公司。
各项声明请参见报告尾页。

1.2. 崛起：紧抓下沉市场商机，主打低价拼团，借力微信圈层裂变

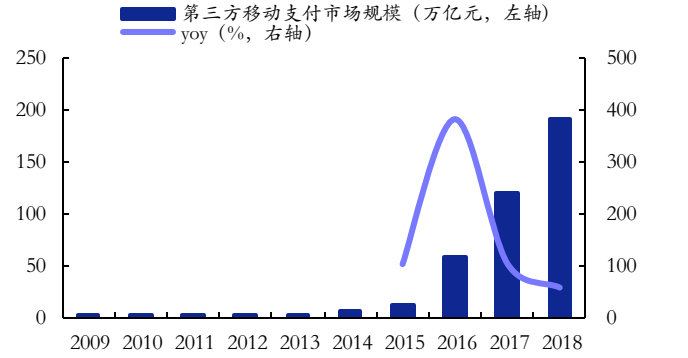
智能手机的普及和移动支付的迅速发展为拼多多发力下沉市场创造了机遇。2006 年中国网民规模为 1.37 亿人，其中手机网民仅 0.17 亿人占比 12.42%，其后智能手机逐渐普及，在拼多多成立的 2015 年，中国网民总规模已达 6.88 亿人，手机网民规模达 6.20 亿人占总网民的比重为 90.05%，中国网民已基本实现移动化。此外，据 GFK 数据显示，中国三线及以下城市智能手机的市场份额维持在 65%左右，下沉市场的网民规模众多。另一方面，2016 年中国第三方移动支付市场规模为 59 万亿元同比增长 383%，2017 和 2018 年仍保持高于 50%的增速，移动支付的迅速发展也为拼多多的发展奠定了基础。

图 2：智能手机逐渐普及，中国网民已实现移动化



资料来源：中国互联网络信息中心，安信证券研究中心

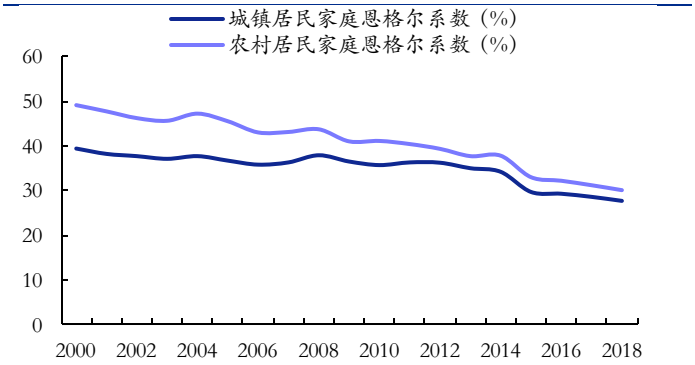
图 3：第三方移动支付市场 2015 年以来发展迅速



资料来源：Wind，安信证券研究中心

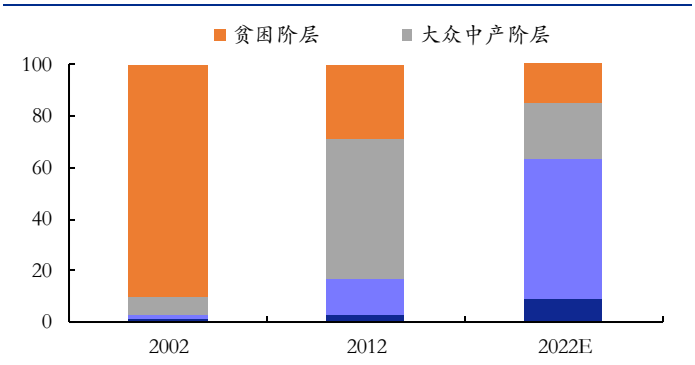
主流电商关注品质升级，拼多多接手低价市场。随着中国中产阶级比重持续提升，主流电商纷纷布局品质升级市场。2015 年京东 Slogan 由“多快好省”变为“多快好省，只为品质生活”，2017 年天猫 slogan 变为“理想生活上天猫”，聚焦品质升级。网易 2016 年推出网易严选，阿里 2017 年推出淘宝心选，京东 2018 年推出京东京造，均聚焦新中产。此外，随着阿里重心向天猫倾斜，2013FY-2019FY，据公司公告，天猫贡献的 GMV 比重由 23.49%提升至 44.21%，经营低价商品的中长尾淘宝商家在阿里系平台难以低成本经营，据品玩采访淘宝商家称，商家在淘宝上参与营销活动的门槛越来越高，以低价商品的利润空间，在淘宝上很难赚钱，不参与活动又很难获得流量。在主流电商纷纷聚焦品质升级的背景下，拼多多抓住了被巨头忽视的低价市场。

图 4：城乡家庭恩格尔系数下降，释放可选消费空间



资料来源：Wind，安信证券研究中心

图 5：中国中产阶级比重持续提升

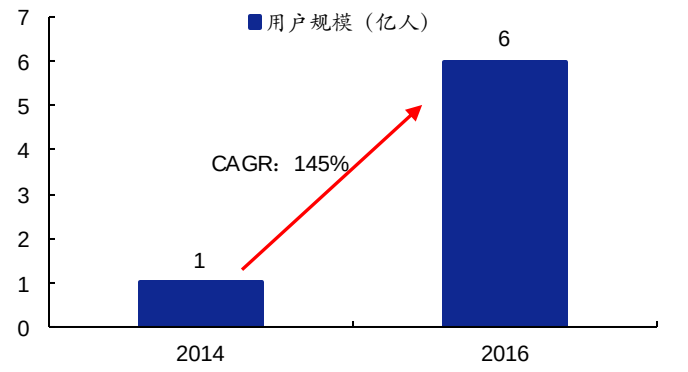


资料来源：《麦肯锡 下一个十年的中国中产阶级》，安信证券研究中心，注：阶层按照年均家庭收入划分，贫困阶层不足 9000 美元，大众中产阶层为 9000-16000 美元，上层中产阶层为 16000-34000 美元，富裕阶层超过 34000 美元

本报告版权属于安信证券股份有限公司。
各项声明请参见报告尾页。

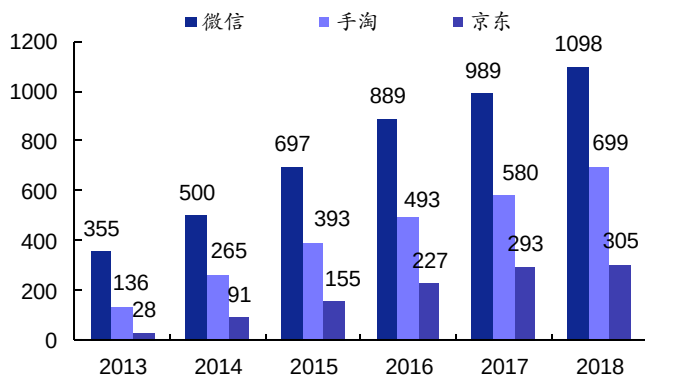
微信支付+小程序，拼多多赶上微信生态发展的春风。2014 年，QQ 钱包和微信支付的绑卡用户超过 1 亿，2016 年春节期间，微信红包帮助微信支付实现了快速普及，截至 2016 年 12 月，腾讯移动支付的月活跃账户已超过 6 亿。截至 2015 年 12 月，微信月活跃用户已达 6.97 亿人，微信公众号成为连接用户与内容提供商、商户和广告主的领先平台。2017 年 1 月，微信推出小程序，使得用户不用下载 APP 便可以体验和 APP 类似的功能，且依托于微信账号，用户不用再进行繁琐的账号注册，有助于提高依托于微信流量的商家的转化率。

图 6：腾讯系支付用户规模 2014-2016 年快速增长



资料来源：腾讯财报，安信证券研究中心，注：2014 年数据为 QQ 钱包和微信支付的绑卡用户，2016 年数据为移动支付的月活跃账户

图 7：微信、手淘、京东活跃用户规模（百万人）



资料来源：公司财报，安信证券研究中心，注：微信和手淘数据为 12 月月活跃用户规模，京东数据为 4 季度年化活跃买家数

低价包邮吸引用户，借助微信流量，去中心化营销实现裂变。拼多多有大量 10 元以下的产品，而且提供免运费包邮，拼多多的商品包含两种价格，分别是单独购买价和拼单价，拼单价与单独购买价相比享有较大幅度的优惠，而获得拼单价需要用户将商品链接进行转发，为平台引流。社交分享的去中心化营销模式可以实现较低的获客成本，2017 年二季度阿里、京东、拼多多的获客成本分别为 371 元、185 元、3 元。拼多多 2015 年 9 月以微信公众号的形式上线，通过拼单模式以及微信庞大的流量规模实现了用户规模的快速增长，上线两周粉丝数破百万，上线 4 个半月付费用户数破千万，上线一年用户总量破亿。2016 年腾讯参与拼多多 B 轮投资，为拼多多通过微信平台的用户扩张提供进一步帮助。

图 8：拼多多包邮门槛低

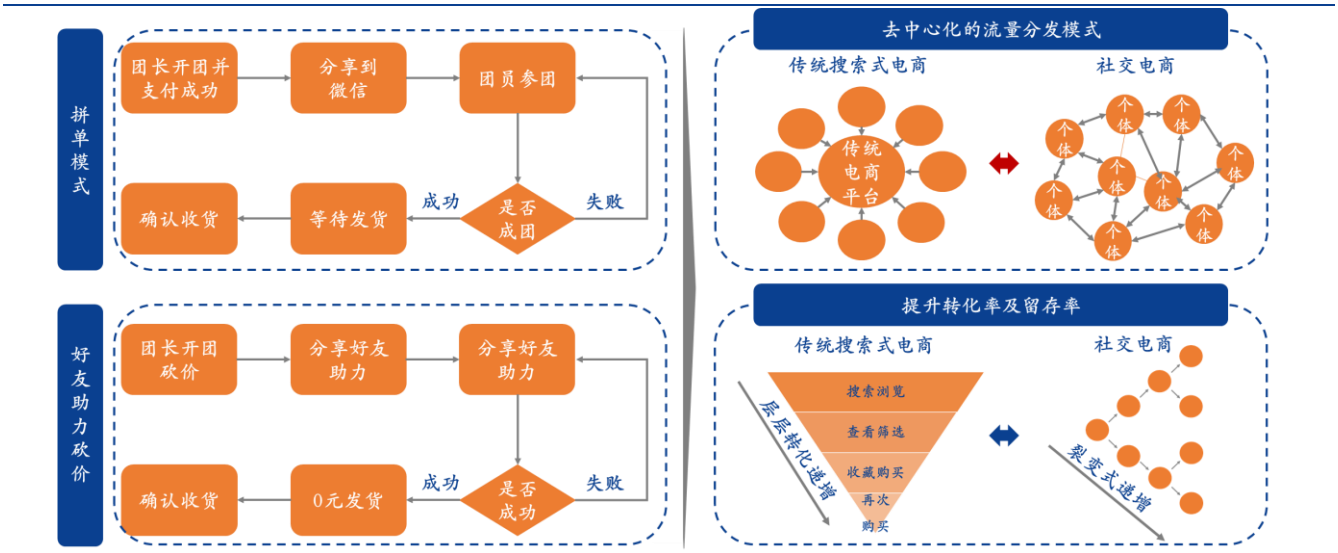
资料来源：拼多多 APP，安信证券研究中心

图 9：拼多多拼单可享有较大优惠

资料来源：拼多多 APP，安信证券研究中心

本报告版权属于安信证券股份有限公司。
各项声明请参见报告尾页。

图 10：公司最初采取去中心化的传播、购买模式：传播次数及触达人数指数级增长，转化率、留存率均较高



资料来源：安信证券研究中心

用户规模、GMV 快速增长，并逐渐降低对微信流量的依赖。在天时地利人和背景之下，拼多多用户规模、GMV 快速增长：据公司公告，至 2019Q3，已成为拥有 5.36 亿年活跃买家数、滚动 12 月 8402 亿元 GMV、滚动 12 月营业收入 250.0 亿元电商平台（2017Q1 的同口径年活跃买家数为 0.67 亿、滚动 12 月 GMV 为 20.9 亿元）。并且，公司逐步以游戏等方式增强平台用户粘性，降低对微信引流依赖程度：据 QuestMobile 数据显示，2019 年 8 月通过小程序接入拼多多的用户占比已降至 23.3%，使用 APP 接入拼多多的用户占比达 88.9%（二者有部分重合，故而相加不为 100%），拼多多的 C 端数据更多地从 APP 端口捕获。故而，在 2019 年 10 月 18 日，微信对发布外链管理新规，致使拼多多砍价链接已不能在微信上进行分享、仅可以复制“口令”方式向微信好友传播、或以拼单形式购买后，平台并未受到大幅影响；若平台用户粘性得以留存，即使微信未来加大对其链接打击力度，拼多多或依然能够很大程度抵御风险。

表 2：拼多多逐步降低对微信流量依赖（单位：万人）

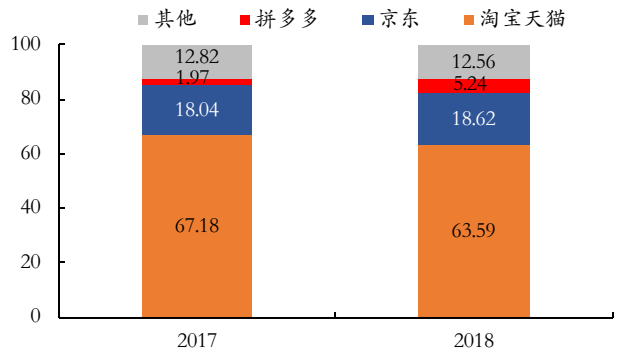
	拼多多（2019 年 8 月）	京东（2019 年 8 月）	美团外卖（2019 年 8 月）	猫眼（2019 年 8 月）	拼多多（2019 年 3 月）	拼多多（2019 年 6 月）
APP	38182	24670	5608	940	27254	34010
微信小程序	10011	8786	8879	8054	8661	9707
去重用户总量	42958	31384	14076	8925	32154	39426

资料来源：QuestMobile，安信证券研究中心

1.3. 市占率大幅提升，持续投资营销获客，以亏损换高营收增长

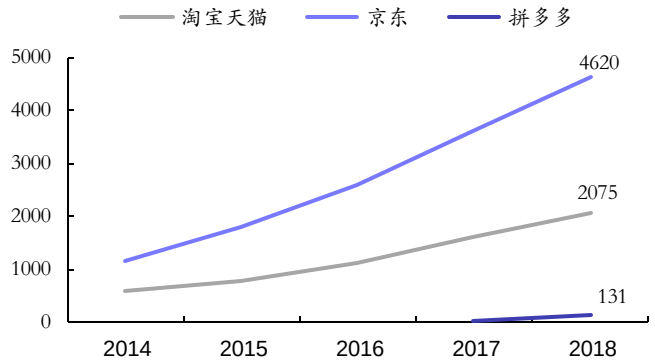
电商零售市场呈高集中度，拼多多为破局者，市占率大幅提升。2018 年，淘宝天猫、京东、拼多多的 GMV 各为 57270 亿元、16768 亿元和 4716 亿元；以 GMV 计算，淘宝天猫和京东 2018 年在中国电商零售市场的合计市占率达 82.21%，行业早已呈高集中度格局。拼多多作为“破局者”，发展迅速，2017-2018 年，平台市占率已由 1.97%增至 5.24%，2019 年 3 季度市占率高达 8.36%；且自 2017 年二季度开始，不再经营直营业务，走向纯平台经营模式。

图 11：网上商品服务和零售市占率（%）



资料来源：国家统计局，公司财报，安信证券研究中心，注：市占率按照 GMV 计算

图 12：拼多多和同业公司收入对比（亿元）



资料来源：公司财报，安信证券研究中心，注：京东以直营为主（2018 年直营收入占比 90%，淘宝天猫和拼多多为纯平台模式运营）

纯平台模式经营主要产生两种收入，分别为广告营销收入及佣金收入：1）广告营销收入为平台通过广告位展示和搜索的方式帮助商家触达消费者所收取的营销收入，主要包括 CPC（按点击计费）、CPM（按曝光量计费）、CPT（按时间计费）和 CPS（按订单计费）；2）佣金收入来自商家销售商品扣点，天猫根据商家销售商品毛利的不同收取 0.5%-5%的佣金，而拼多多对商家不收取佣金，仅代微信支付、支付宝等第三方支付机构收取 0.6%的交易服务费（实际表观对应交易服务货币化率仅约 0.3%）。

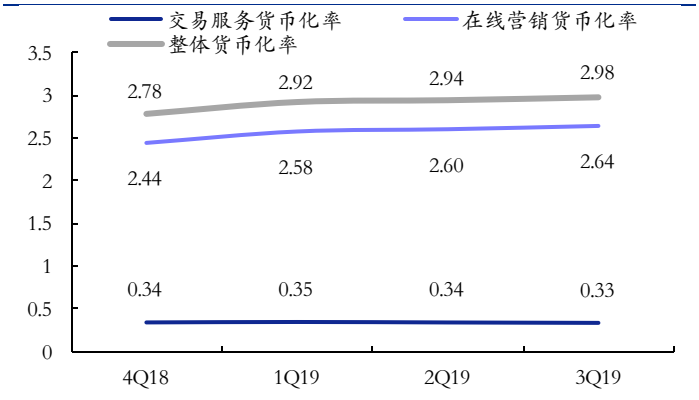
拼多多货币化率与淘宝天猫相比具有一定优势。拼多多 2019Q3 货币化率为 2.98%，而淘宝天猫货币化率近年来不断提升，自 2013FY 的 2.40%提升至 2019FY 的 3.62%。阿里来自淘宝和天猫的收入由两部分组成，天猫商家支付的佣金和淘宝、天猫商家支付的营销费用。对比拼多多和淘宝天猫的收入结构，淘宝天猫佣金收入占比约 30%并呈增长趋势，而拼多多佣金收入占比约为 10%并呈下降趋势，主因天猫商家需要支付交易佣金（2019FY 天猫佣金货币化率为 2.37%）而拼多多商家仅需支付 0.6%的交易服务费用。

表 3：淘宝天猫、拼多多、京东收入模式对比

	收入模式	特点
淘宝天猫	广告营销+佣金	对天猫商家收取 0.3%-5%的佣金
拼多多	广告营销+佣金	收取商家 0.6%的交易服务佣金
京东	直营+平台服务+物流服务	家电 3C 直营收入占总收入的 61%，直营收入占总收入的 90%

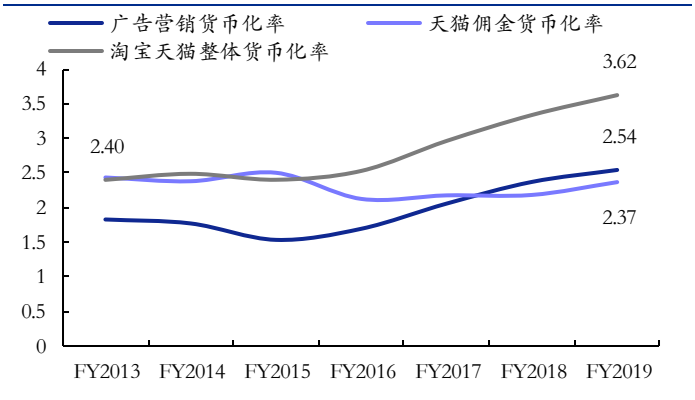
资料来源：公司财报，安信证券研究中心

图 13：拼多多货币化率（%）



资料来源：招股书，公司财报，安信证券研究中心

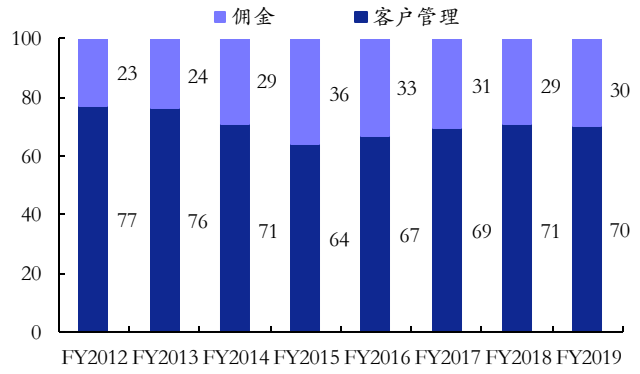
图 14：淘宝天猫货币化率（%）



资料来源：招股书，公司财报，安信证券研究中心

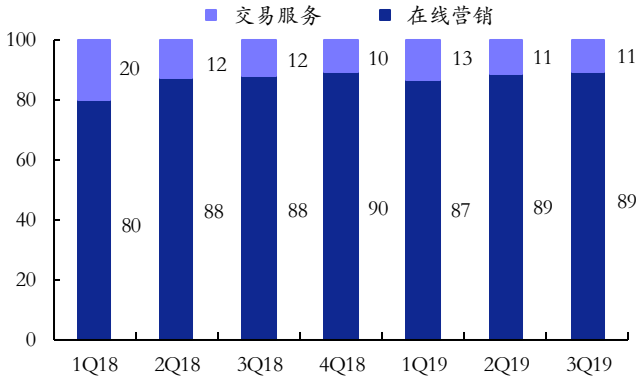
本报告版权属于安信证券股份有限公司。
各项声明请参见报告尾页。

图 15：阿里中国零售市场电商收入结构（%, 2012-2019FY）



资料来源：招股书，公司财报，安信证券研究中心

图 16：拼多多收入结构（%，1Q18-3Q19）

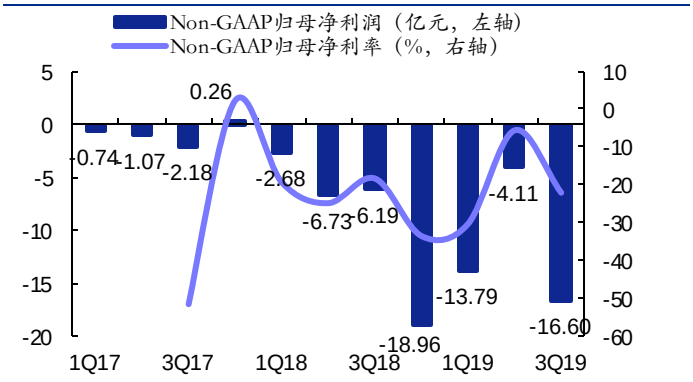


资料来源：招股书，公司财报，安信证券研究中心

拼多多 2017 年以来基本处于亏损状态，亏损主要因为高额营销费用率。拼多多 2019Q3 毛利率为 75.60%，费用率为 112.76%，其中营销费用率为 91.95%，行政及管理费用率为 5.81%，研发费用率为 15.00%；而阿里 3Q19 费用率为 27.82%，其中营销费用率仅 10.08%。阿里巴巴营销费用率自 2012FY 以来一直维持在 20%以下的水平，2012FY 阿里收入为 200.25 亿元，与拼多多目前收入规模相近，且主营业务仅有电商业务，但是营销费用率仅 15.27%。

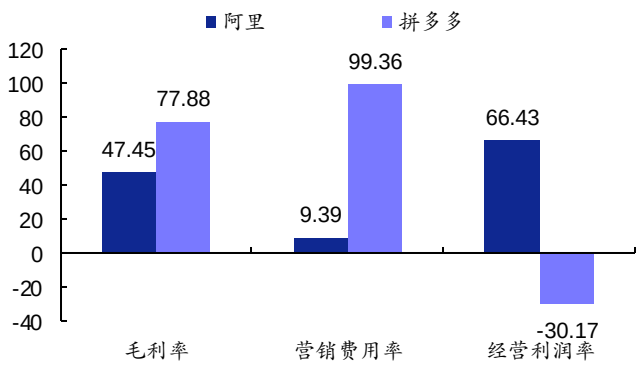
我们测算拼多多可能已具备盈利能力，但为了扩大规模以及在消费升级背景下保持平台长期竞争力，拼多多不惜亏损地持续进行营销费用投资。假设拼多多 2019Q3 暂停大规模补贴，按照 15%的营销费用率对拼多多 2019Q3 业绩进行测算，剔除实际产生的超额营销费用对 GMV（营销费用补贴的 GMV）以及用户规模增长的影响，测算拼多多可实现 Non-GAAP 归母净利润 29 亿元，Non-GAAP 归母净利率为 49.39%。但拼多多高额营销费用投资除了拉新和以补贴形式促进 GMV 增长外，还有助于吸引品牌商家入驻、提高平台品牌商品丰富度，虽然低收入人群仍处于品牌升级的早期阶段，消费者品牌升级已是大势所趋，拼多多若暂停营销费用投资，在品牌商品端止步不前，有可能导致平台未来竞争力的下降，难以维持存量用户。因此，虽然拼多多可能已经具备盈利能力，但拼多多仍将持续进行营销费用投资，一方面为了扩大 GMV 规模，另一方面丰富品牌商品以保持平台长期竞争力。

图 17：拼多多持续亏损



资料来源：招股书，公司财报，安信证券研究中心

图 18：高额营销费用率导致拼多多经营亏损



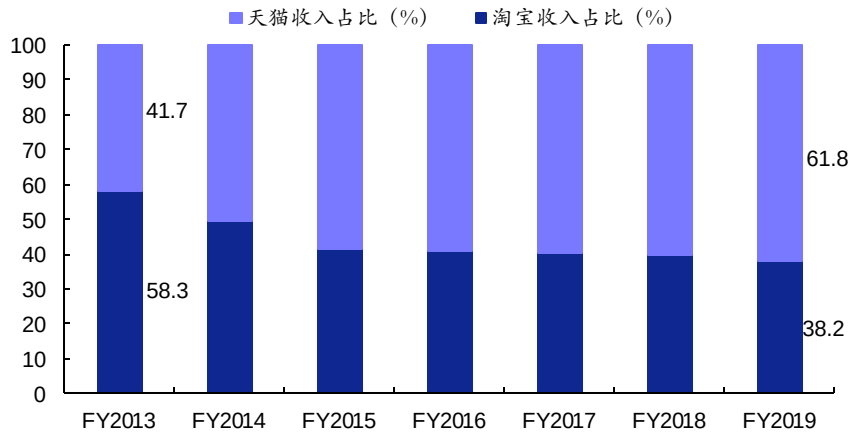
资料来源：公司财报，安信证券研究中心，注：以上数据均为 Non-GAAP 数据，拼多多数据为 2018 年，阿里数据为 2019 财年，其中阿里经营费用率指其核心电商平台 EBITA 利润率

本报告版权属于安信证券股份有限公司。
各项声明请参见报告尾页。

纯平台模式高额的毛利率为拼多多让利消费者提供了空间。拼多多 2018 年 Non-GAAP 毛利率为 77.88%，阿里 2016 年以前毛利率水平基本维持 70%以上，近年来由于受新零售、云计算、大文娱等业务影响，整体毛利率水平有所下降，但淘宝和天猫 EBITA 利润率仍长期维持 60%以上，阿里用淘宝天猫产生的利润布局本地生活、云计算、大文娱等领域，而拼多多将电商产生的利润投入营销费用，以补贴的形式让利消费者。

天猫品牌商家对于阿里收入的重要程度越来越突出。假设淘宝和天猫商家的广告营销货币化率相同，我们测算天猫对阿里贡献的收入占淘宝和天猫整体贡献收入的比重由 2013FY 的 42%提升至 2019FY 的 62%。2012 年淘宝商城更名为天猫时，品牌 slogan 为“上天猫，就购了”，2017 年更改为“理想生活上天猫”，更加专注于品质升级。我们认为未来阿里和拼多多将走向两条不同的道路，阿里以天猫为重点，打造超级营销平台，持续布局阿里生态链业务；而拼多多短期内将坚持补贴，长期不断渗透上游供应链，致力于将性价比做到极致。

图 19：淘宝天猫收入结构



资料来源：招股书，公司财报，安信证券研究中心，注：假设淘宝和天猫商家的广告营销货币化率相同测算得

2. 模式：高性价比商品吸引用户，低成本流量聚拢商家，商业模式有望长期存在

2.1. 为什么用户在拼多多购物？

2.1.1. 下沉市场低价需求持续存在，高性价比有望打破一二线空间

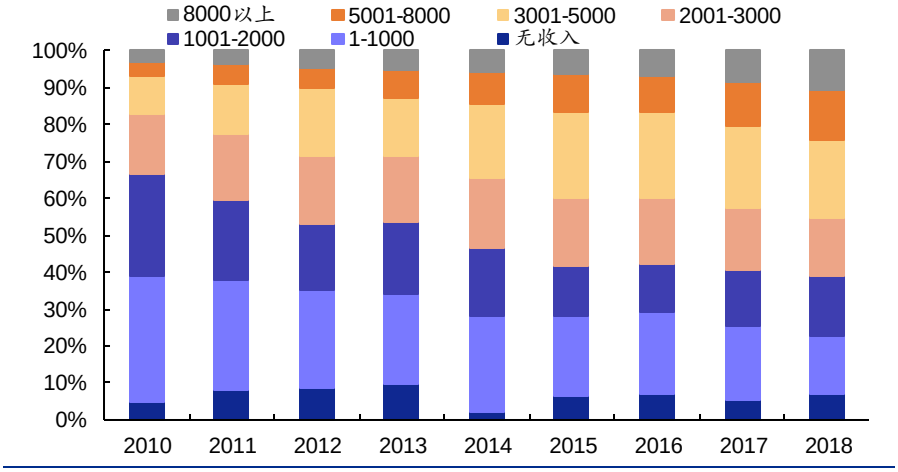
消费者对“省钱”是有共同需求的。较低的绝对收入导致下沉市场具有较高的价格敏感度，拼多多的低价商品在下沉市场广受欢迎。拼多多以百亿补贴形式主攻一二线市场取得较好的成绩，反映一二线市场对于“省钱”的需求。中高收入人群同样也有省钱的需求，美国的 Costco 公司定位中高收入家庭，通过高性价比的商品吸引了大量的会员，培养了较高的会员粘性。拼多多以消费者为核心，将极致性价比作为公司的目标，对任何消费群体都是具有吸引力的。

网民中低收入人群占比较高，下沉市场对低价的需求将持续存在。2010-2015 年，中国网民中月收入在 1-3000 的人群占比由 78.40%下降至 53.70%，平均每年下降 4.94%，而 2015-2018 年，中国网民中月收入在 1-3000 的人群占比由 53.70%下降至 48.20%，平均每

本报告版权属于安信证券股份有限公司。
各项声明请参见报告尾页。

年下降 1.83%，网民中低收入人群向中高收入人群转化的速度下降。目前，月收入为 1-3000 的网民占比达 48.20%，低消费能力网民占比较高。较低的绝对收入导致较高的价格敏感度，据 Questmobile《2019 广告洞察报告》显示，价格敏感型广告更容易获得下沉用户的注意。

图 20：月收入 1-3000 的网民占比近半，下沉市场对低价需求持续存在



资料来源：中国互联网网络信息中心，安信证券研究中心

一二线市场不会将拼多多拒之门外。拼多多带着“五环外”、“低价”、“劣质”的标签大举进攻一二线市场，取得了不菲的成绩，据拼多多 CEO 黄峥在公司 2019Q2 电话会议上透露，拼多多一二线城市用户贡献的 GMV 占比由 2019 年 1 月的 37%提升至 2019 年 6 月的 48%。一二线城市居民虽然平均收入高于下沉市场，但是承担的住房压力较大，据 wind 数据显示，2018 年 50 大中城市房价收入比中，一线城市房价收入比为 23.72，而三线城市仅 9.23。拼多多虽然饱受“劣质”、“假货”等标签的质疑，但是消费者用脚投票反映对“省”的需求。

“极致性价比”是目标，呈现形式可以是多样的。拼多多在招股书中将“极致性价比”作为公司的目标之一，我们认为低价只是拼多多在当前发展阶段“极致性价比”的一种呈现形式。拼多多未来想要打造类似 Costco 的模式，而 Costco 正是最具代表性的主打性价比的公司。Costco 通过远低于同行业的毛利率（11%）使得商品具有价格优势壁垒，通过压缩供应链和精细化的成本控制降低费用率（10%），以收取会员费的方式（会员费收入占经营利润 71%）实现盈利。Costco 以消费者为核心，通过极高的产品性价比形成了极高的会员粘性（全球会员续订率 88%），而 Costco 的核心用户为家庭年收入$80K 以上的高收入人群，可见高性价比商品对高收入人群也具有较强的吸引力。虽然拼多多目前和 Costco 的模式还存在较大差异，主要客群更是大相径庭，但是以消费者为核心提供极致性价比的理念是相同的。展望未来，如果拼多多能够在高质商品端实现突破，提供广受顾客认可的高品质商品，在供应链端压缩流程精简费用，实现低价向高性价比的转变，拼多多有望进一步扩大价格优势。

2.1.2. 白牌标品价格优势显著，补贴贡献 GMV 仅 6%

白牌标品：拼多多的白牌标品与淘宝相比具有显著的价格优势，主要原因是拼多多独特的流量分配机制下，白牌标品商家能够低成本获取大规模流量，实现薄利多销。淘宝天猫的流量更多倾斜于品牌商家，据我们观察，在手淘搜索入口输入“夏威夷果”、“纸巾”、“排插”等关键词后，首页出现的多为天猫商家。经营白牌标品的商家在淘宝平台难以获取大规模的流量，销量也因此难以获得提升，在低销量下需要通过高毛利实现盈利。而拼多多在流量分发上偏向于高性价比的商品，同等质量下价格较低的白牌标品比较容易获取平台的流量，倒逼商家以低毛利高销量的模式盈利。

本报告版权属于安信证券股份有限公司。
各项声明请参见报告尾页。

表 4：拼多多、淘宝白牌标品价格对比（元）

商品名称	拼多多	淘宝
南极人棉袜五双	6.8	10.0
苹果充电头+1 米数据线	13.5	21.9
超霸 5 号电池 8 节	6.9	7.2
10W 超亮 LED 灯泡	2.0	4.6
150ml 塑料杯 1000 个	24.3	28.0
45cm 高塑料凳 4 个	41.2	41.8
120mm 小号剪刀 1 把	3.2	4.5

资料来源：拼多多 APP，淘宝APP，安信证券研究中心

买手制：拼多多通过爆款竞价机制，精选同品质商品中的最低价商品，集中呈现在消费者面前。拼多多上首页的活动板块商家可以报名参加，如“限时秒杀、断码清仓、9 块 9 特卖、品牌特卖、电器城”等，参与活动的商品会经过拼多多在活动端的三重控价，报名时控价、审核时控价以及活动中控价，报名时控价要求报名商品价格低于某一建议价格；审核时控价将材质、规格等相同的产品进行比价筛选，挑选出价格最低的商品；活动中控价将已在活动板块中上架的商品与其他电商平台的同类商品进行比价，如果比其他平台的价格高，则会被要求降价。以限时秒杀为例，拼多多对参与活动的商品价格提出三点要求：①全网最低价：参与活动的商品必须是全网最低价；②不可低价引流：实际卖的是 A 商品（高价），首页展示的是 B 商品的价格（低价）；③不可使用低价 SKU：参与活动商品的所有 SKU 都必须是全网最低价，不可仅将某一尺码或颜色设为低价。从而实现活动位商品低价的真实性。

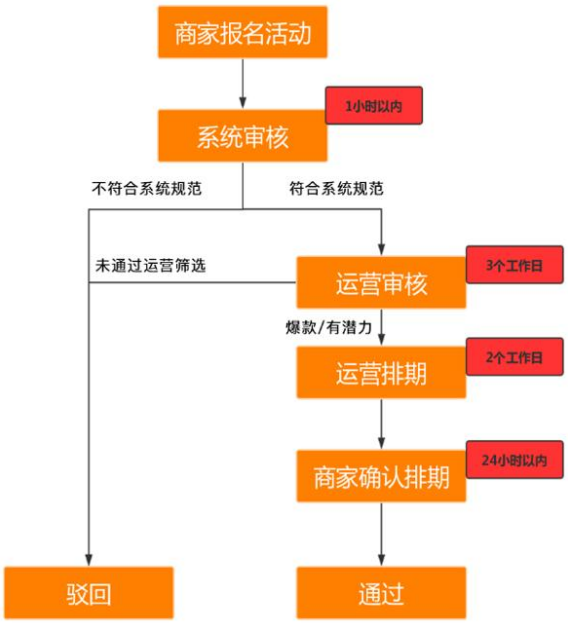
图 21：拼多多移动端首页

资料来源：拼多多 APP，安信证券研究中心

拼多多活动位的竞价机制为盲竞模式，在三重控价的前提下，商家还要与拼多多其他参与竞价的同行对手进行价格的比拼，经过 AI 和人工的审核，最终成功获取活动位的排期。当商家的价格不再具有竞争力时，活动位将被竞争对手所取代，从而确保拼多多活动位商品价格的长期竞争力。

本报告版权属于安信证券股份有限公司。
各项声明请参见报告尾页。

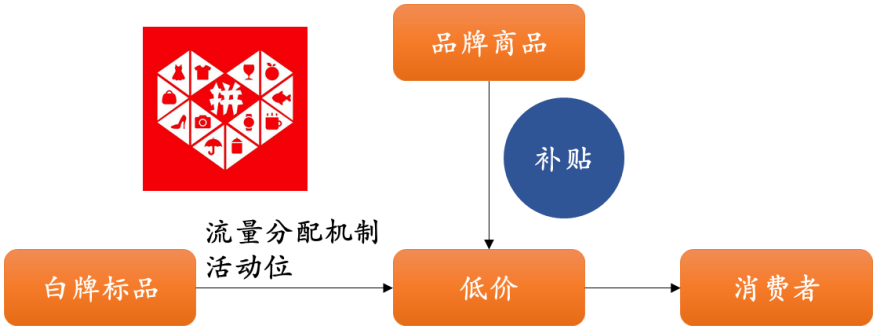
图 22：拼多多活动位报名流程



资料来源：多多大学官网，安信证券研究中心

补贴：除买手制精选的爆款外，高额补贴是拼多多降低商品价格，吸引流量的又一大利器。但补贴只是辅助工具，GMV 不是补出来的。拼多多截至 2019 年 9 月 30 日的近 12 个月 GMV 为 8402 亿元，我们估计 2018Q4 和 2019Q1 合计 GMV 约为 3000 亿元，测算 2019Q2 和 2019Q3 合计 GMV 为 5402 亿元。拼多多 2019Q2 提出百亿补贴，部分商品在全网最低价的基础上再打八折或九折，考虑到拼多多 2Q19、3Q19 营销费用各为 61.04、69.09 亿元，假设拼多多单季度补贴 30 亿，则 2019 年二三季度合计 60 亿补贴对应 GMV 约为 340 亿元(假设按 85 折计算)，按照 2019Q2 和 2019Q3 合计 GMV 为 5402 亿元计算，享有百亿补贴的商品销售额占比约 6%。拼多多平台 GMV 多数不依赖补贴，不是补出来的。

图 23：拼多多的低价销售机制



资料来源：安信证券研究中心

本报告版权属于安信证券股份有限公司。
各项声明请参见报告尾页。

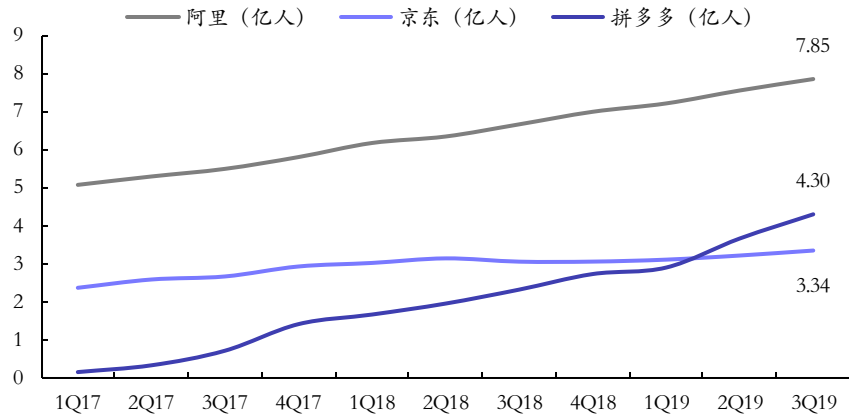
2.2. 为什么商家在拼多多开店？

据拼多多招股书显示，截至 2018 年，拼多多平台的活跃商家数已由 2017 年一季度的 9.7 万增长至 360 万。我们认为商家数量的飞速增长主要由于拼多多快速增长的流量规模以及其相对阿里流量更高的可触达性、丰富多样的低门槛营销手段。

2.2.1. 用户增长迅速，流量优势显著

拼多多月活跃用户快速增长，2019Q2 已超过京东成为电商行业第二名，2019Q3 平均月活跃用户规模达 4.30 亿。阿里和京东商家格局逐渐稳定，流量竞争激烈，而拼多多成立时间短，商家数量较少，流量大竞争小对于商家拓展销售渠道具有较大的吸引力。

图 24：拼多多 2Q19 月活跃用户超过京东



资料来源：招股书，公司财报，安信证券研究中心

2.2.2. 入驻 0 门槛，营销手段简单灵活

淘宝天猫平台商家众多，竞争激烈，商家需要投入大量的营销费用为商品进行推广。阿里妈妈旗下营销平台众多，复杂的营销机制对中小型商家门槛较高。而拼多多的营销模式相对简单，且所有营销推广工具均可直接由商家管理后台进入，将营销推广和店铺经营组成有机的整体。此外，多多大学可以帮助商家快速地学习和掌握各种营销手段。

表 5：阿里妈妈营销平台

营销平台	介绍
Uni Desk	代理商工作台，通过大数据赋能代理商，致力于品牌广告解决数字营销投放及策略的全链路营销解决方案
直通车	为淘宝天猫商家定制的搜索推广营销工具，通过对关键词进行竞价排名，获得更多的展现机会和更好的人群流量
智钻	覆盖全网 90%以上展示流量的实时竞价展示广告平台，以精准定向为核心，赋能商家实现全链路消费者管理
淘宝客	CPS（cost per sale），按成交付佣金的效果推广，联合站内外 5 万+媒体，服务商家全场景营销需求
品销宝	围绕消费者的传播及生命周期管理的营销效果平台，囊括“一夜霸屏”、“品牌雷达”、“品牌专区”等一系列品牌营销产品
达摩盘	阿里妈妈基于商业化场景打造的数据管理平台，通过提供多样化的人群方案帮助商家实现精准营销

资料来源：阿里妈妈官网，安信证券研究中心

本报告版权属于安信证券股份有限公司。
各项声明请参见报告尾页。

表 6：拼多多推广产品解析

推广方式	计费模式	展示位置
cpc 搜索推广	CPC 单次点击	搜索结果页
场景展示推广	CPC 单次点击	类目商品页/商品详细页/营销活动页
明星店铺	CPM，按千次展示付费	搜索结果置顶展示
聚焦展位	CPM，按千次展示付费	banner 形式在单品页面/店铺首页/订制页面展示
短信营销	0.025 元/条	根据筛选条件向与店铺有关的买家发送短信

资料来源：拼多多管理后台，安信证券研究中心

拼多多商家入驻门槛低，费用低。根据拼多多官网显示，拼多多开店免费，不收取商家佣金。拼多多在招股书中披露，公司对商家仅收取 0.6%的交易服务费用。在保证金方面，拼多多个人店保证金大多为 2000 元，企业普通店和旗舰/专卖/专营店保证金大多为 1000 元，而淘宝店入驻需要缴纳 1000-50000 元不等的保证金，拼多多所需缴纳保证金处于较低水平。

表 7：拼多多开店保证金

类目	个人店（元）	企业普通店	旗舰/专卖/专营店
服装箱包	2000	1000	1000
运动户外	2000	1000	1000
食品保健	2000	1000	1000
美容个护	2000	1000	1000
母婴玩具	2000	1000	1000
家居生活	2000	1000	1000
数码电器	2000	1000	1000
家纺家具	2000	1000	1000
海淘进口	2000	1000	1000
水果生鲜	10000	10000	9000
虚拟商品	10000	10000	10000
医药健康	2000	1000	1000

资料来源：拼多多官网，安信证券研究中心

商家可参与活动丰富，流量获取成本较低。拼多多“限时秒杀”、“断码清仓”、“9 块 9 特卖”等资源位给予新卖家获取平台大量流量的机会。拼多多上的活动位报名门槛较低，以“限时秒杀”为例，店铺报名仅需满足以下 4 个要求：

①近 90 天评价数最低要求 0-100 个，不同类目要求不同；②近 7 天及店铺历史参加此类活动无违规行为；③报名活动必须先缴纳 5000 元及以上的保证金；④近 90 天服务、物流、描述评分均大于行业 30%的店铺（仅有效评价）。

其中，运动户外、母婴玩具、美容个护等品类 0 销量也可报名参与秒杀活动。据多多大学统计，参与秒杀活动的商品平均可获得平时 4 倍以上的曝光量，此外，新品在参加完秒杀活动后，商品流量没有下跌而是平均上涨 60%。报名参与秒杀活动不收取资源费，可以帮助商品快速积累基础销量，抢占市场。

拼多多的政策也培育出一大批在拼多多开店的成功创业者，拼多多在官网招商首页展示了 18 个商家的成功案例，均讲述了中小型商家从入驻拼多多到迅速实现销量突破的故事。

本报告版权属于安信证券股份有限公司。
各项声明请参见报告尾页。

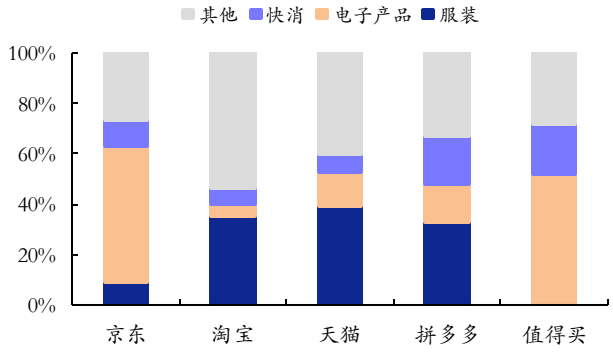
图 25：拼多多商家成功案例

资料来源：拼多多官网，安信证券研究中心

2.3. 平台仍掌握核心议价权，商业模式有望长期存在

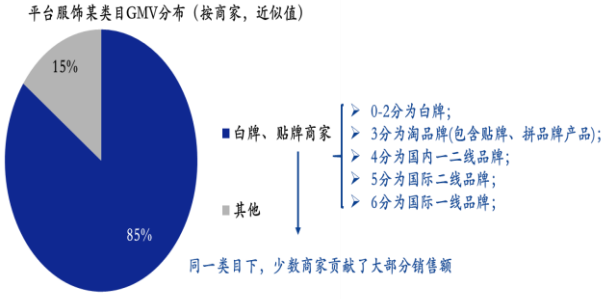
拼多多商家以白牌为主，二八分布、头部集中。据观研天下，2019 年拼多多品类分布中，33%为服饰、15%为电子产品、19%为快消、33%为其他；由于我们无法拿到全品类的商家、SKU、GMV 构成数据，这里我们以服饰为例，进行拆解——据调研，公司当前服装领域商家及 GMV 构成遵循以下特点：①白牌为主。平台会对品牌按调性打分，0-2 分为白牌，3 分为淘品牌（包含贴牌、拼品牌产品），4 分为国内一二线品牌，5 分为国际二线品牌，6 分为国际一线品牌；以此为标准，在服装领域白牌、贴牌品类销售额占比或达 85%以上，虽然后来平台实行百亿补贴，进一步引入运动服饰领域品牌商，但从 SKU、GMV 占比来看，后者仍只占据小部分，这也是平台没有引入搜索的原因；②二八分布、头部集中。从 GMV 占比来看，同一类目的少数商家可能贡献了大多数销售额。

图 26：2019 年拼多多品类构成——33%为服饰、15%为电子产品、19%为快消、33%为其他



资料来源：公司公告，安信证券研究中心

图 27：以服装为例：商家白牌为主，遵循二八法则，头部集中



资料来源：调研，安信证券研究中心

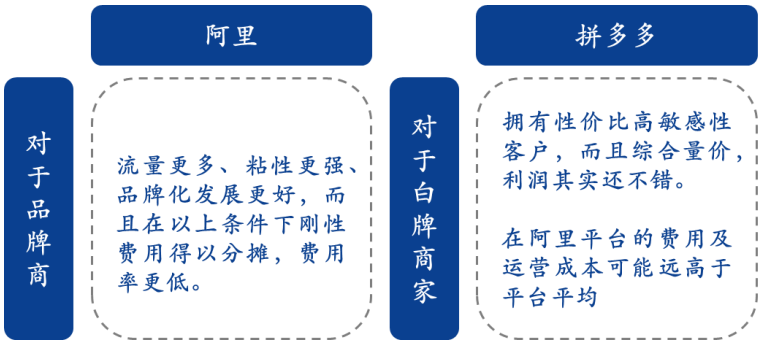
本报告版权属于安信证券股份有限公司。
各项声明请参见报告尾页。

“白牌”商家领域仍为蓝海，平台仍掌握核心议价权。目前来看，公司上游白牌商家领域仍为蓝海，空间广、供给充足，且多为小型商家，流量性价比前提下，拼多多对其渠道价值很高，而对于拼多多而言，上游商家的替换成本实则不高，故而在产业链上下游关系中，平台仍掌握核心议价权。

商业模式具备一定护城河。零售企业对于成本、效率、体验的追求永恒不变，但互联网企业的盈利模式与线下企业有天然区别：不同于线下零售商赚取进销差价的自营模式、也不同于赚取扣点的联营模式，互联网企业以流量为根本，网络流量、圈存流量是第一，然后才是流量变现及企业盈利的问题，而游戏、搜索、广告、导流、平台开放等均只为方式。**对于拼多多而言，与市场认知不同，我们认为其当前问题并不在于平台本身运营成本相对阿里、京东孰高孰低，而在于其当前已对低线城市现有网民渗透近半、而未来市场空间足够大的前提下，能否持续地满足其定位用户（甚至更多用户）的需求，我们认为拼多多模式能够长期存在：**

①某种意义上来说，拼多多现在做的，仍将是未来几年内他最擅长的事。对于品牌商而言，由于用户画像、粘性、费用分摊考虑，中短期阿里的议价权应持续强于拼多多，所谓“二选一”策略，既是阿里对拼多多崛起的应对策略，也是其平台对于品牌商议价权的直接表现。而对于“白牌”商家，拼多多的吸引力仍应持续超过阿里，这里不是“二者平台货币化率差距有多大”、“在拼多多低客单价作用下其物流费用率有多不经济”的问题，而在于——对于这部分商家来说，他们选择拼多多，可以更多、更快地触达对应的消费者层级；而想要在阿里达到相同的效果，所要投入的费用及运营成本应远比平台平均要高得多；换言之，他们面对的不是“阿里”或者“拼多多”的选择，而是“有拼多多”或者“没有拼多多”的选择；再退一步，在白牌商家 B 端当前仍为蓝海的前提下，拼多多对于商家的选择也并不受限。故而，在对现有低线城市网民渗透近半的前提下，继续与白牌商家合作、并增强现有客户黏性，实现商家、平台、用户多方共赢，仍是拼多多未来几年内最擅长的事。

图 28：阿里平台对品牌商吸引力更强，白牌商家则应偏爱拼多多



资料来源：安信证券研究中心

②第二，阿里作为更大的电商平台，很难用同等力度做和拼多多一样的事，并在后发条件下比他做的更好。我们认为，一方面，若非防御，对于阿里而言，当前一味着想以聚划算复制拼多多，ROI 未必最高：据阿里 2019 年投资日展示，从下沉市场在淘宝的消费行为数据来看，使用 1 年的用户人均 GMV 为 2300 元，使用 3 年的用户人均 GMV 约为 6700 元，使用 5 年的用户人均 GMV 则增长至 10600 元，而据公司公告，拼多多同期人均 GMV 约为 1567 元；这样的数据一则说明了低线城市消费者的消费潜力，二则可能说明若非防御，做白牌商品对于阿里而言 ROI 可能未必最高（其当前百亿补贴、聚划算）。另一方面，考虑到选品、供应商合作信任基础等多方面原因，先发同样具备优势。

本报告版权属于安信证券股份有限公司。
各项声明请参见报告尾页。

表 8：阿里当前下沉市场单用户消费金额可能远超过拼多多

平台		年化人均 GMV（元）
阿里巴巴下沉市场	1 年用户	2300
	3 年用户	6700
	5 年用户	10600
拼多多平台平均		1567
阿里巴巴平台平均		8264
京东平台平均		5015

资料来源：投资者日演讲，公司公告，安信证券研究中心，图中数据为截止 2019 年 9 月数据

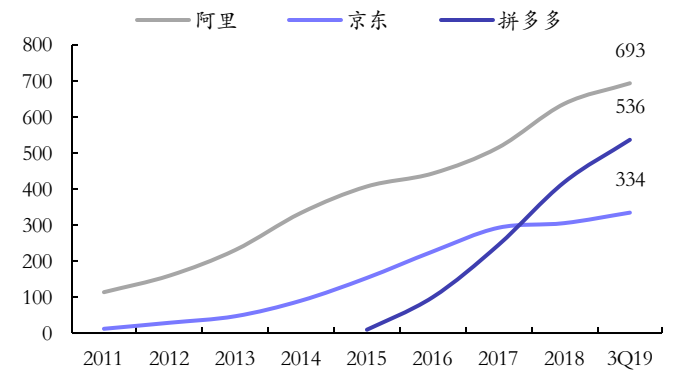
3. 壁垒：先发优势和流量壁垒阻绝后来者，价格优势构筑调性壁垒立足存量市场，C2M 布局未来

3.1. 应对后来者：先发优势和流量壁垒已现，拼多多模式难再复制

拼多多抓住下沉市场机遇快速发展已实现流量壁垒。拼多多自 2015 年 9 月成立以来，4 年内已积累 5.36 亿活跃买家，虽然拼多多依靠微信流量能够获取较低的获客成本，但用户规模的快速增长仍然离不开高额营销费用投入。低获客成本下拼多多 2017-2018 年仍合计亏损 38 亿元。拼多多的流量壁垒已然建立，新的参与者想要实现拼多多的流量规模需要大量的时间和资金投入。

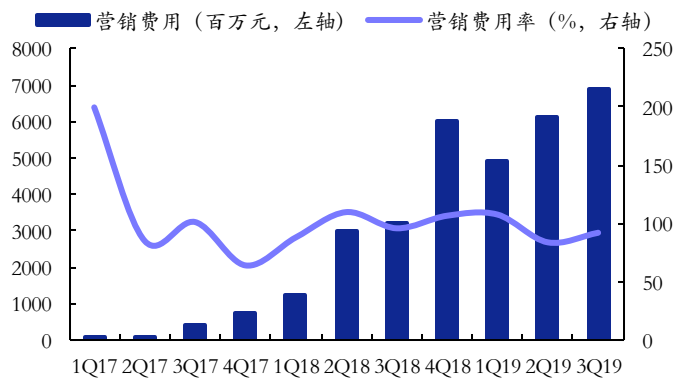
先发壁垒已铸，后来者难以逾越。拼多多通过低价和社交裂变模式抓住下沉市场机遇实现了快速增长，阿里、京东、苏宁看到拼多多的迅速崛起也纷纷布局下沉市场，2018 年 3 月阿里推出淘宝特价版，2018 年 4 月京东推出京东拼购，赛道竞争激烈。效仿拼多多模式的淘集集 2018 年 8 月上线，通过低价补贴、营销广告、城市经理线下地推方式快速积累用户，一年内积累了 1.3 亿用户，但是淘集集粗暴拉新、烧钱增长，换来的是无底洞式的亏损。根据《晚点 LatePost》数据显示，2019 年 1-10 月，淘集集亏损近 12 亿元，2019 年上半年净亏 6 亿元。拼多多 2016 年 9 月活跃买家数达 1 亿，2017 年活跃买家数增长至 2.4 亿，全年亏损 3.7 亿，拼多多新增 1.4 亿用户亏损约 3.7 亿元，而淘集集新增 1.3 亿用户亏损额却高达 12 亿元，相同赛道下，后来者难以逾越。

图 29：阿里、京东、拼多多活跃买家数（百万人）



资料来源：招股书，公司财报，安信证券研究中心,注：拼多多 2015 年数据为 2016 年 1 月数据，2016 年数据为 2016 年 9 月数据

图 30：拼多多用户规模增长离不开高额营销费用投入



资料来源：招股书，公司财报，安信证券研究中心

本报告版权属于安信证券股份有限公司。
各项声明请参见报告尾页。

3.2. 应对阿里京东的下沉：存量市场价格优势显著，已形成低价调性壁垒

因为互联网行业流量壁垒构筑较难，目前综合类电商市场呈现阿里、京东、拼多多三足鼎立格局，新竞争者入局可能性较低。在存量市场竞争方面，拼多多具有较大的价格优势。

对比京东：京东自营模式难以实现低价，以京喜进攻下沉市场或将收获用户增长。京东自营业务收入占比约 90%，京东自营模式为从供应商处进货然后在平台进行销售，一方面与阿里和拼多多的纯平台式模式相比多了一层库存成本，另一方面京东自建物流每单的物流成本高于阿里和拼多多使用的三通一达，根据京东 16、17 年披露的订单数和履约成本数据，我们测算京东每单履约成本约为 10-12 元，而拼多多通过三通一达可以将履约成本降低至 2.5 元/单。京东京喜 2019 年 10 月上线，采用拼多多类似思路，从微信一级入口（微信 12 宫格及小程序）引流，商家佣金率通常定为 0.6%左右的优惠水平，且与国内制造商建立了一百多个产业集群，推动工厂直供下单。京东双 11 期间，全站新用户近 4 成来自京喜，而京喜用户中超 7 成来自 3-6 线下沉新兴市场，2019 年二季度新用户亦有 70%为低线城市贡献。对于京东以电子为主要品类、自营为主的重模式下，当前年活跃买家仅约 3 亿，从增量角度来说，拼多多对其参考意义较大。

对比阿里：与淘宝天猫相比，低价商品在拼多多平台能够获得更多流量倾斜，从而实现薄利多销。淘宝天猫的流量更多倾斜于品牌商家，据我们观察，在手淘搜索入口输入“夏威夷果”、“纸巾”、“排插”等关键词后，首页出现的多为天猫商家。经营白牌标品的商家在淘宝平台获取流量需要投入大量的营销费用与财力雄厚的品牌商家展开竞争，在激烈竞争环境下，经营白牌标品的商家要获取流量的成本高，难度大，低流量导致较低的销量，因此商家需要通过高毛利实现盈利。而拼多多在流量分发上偏向于高性价比的商品，同等质量下价格较低的白牌标品比较容易获取平台的流量，倒逼商家以低毛利高销量的模式盈利。

为了应对拼多多的挑战，阿里 2018 年 3 月推出淘宝特价版，2019 年 3 月重启聚划算，淘宝特价版作为独立 APP，具有与拼多多近乎一致的功能，而聚划算则作为手淘 APP 的一个接入端口，帮助品牌商渗透下沉市场。

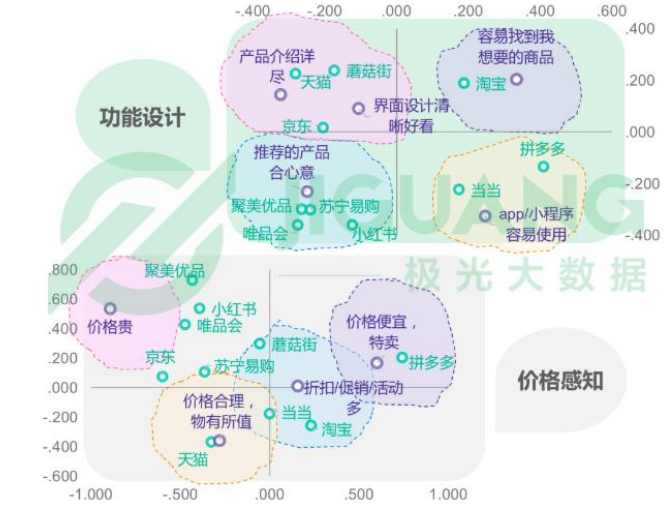
淘宝特价版 VS 拼多多：淘宝特价版可以复制拼多多的模式，但是做不成拼多多的规模。①流量：拼多多具有社交属性，通过微信进行流量裂变，商家可以获取低成本流量，而淘宝特价版的流量需要由淘宝天猫进行分流，淘宝天猫的流量费用昂贵，将流量从淘宝天猫引向淘宝特价版成本太高。②不确定性：拼多多用户规模已成气候，复制一个淘系拼多多需要巨大的广告营销费用投入，且淘宝特价版与拼多多相比不具有竞争优势，在互联网历史上，靠完全复制现有模式成功的案例尚不存在，因此阿里对淘宝特价版进行大规模投资，收益的不确定性较高。

聚划算 VS 拼多多：定位不同，拼多多以消费者为核心，聚划算以商家为核心。拼多多限时秒杀活动为消费者精选同品质商品中价格最低的商品，而聚划算则定位淘宝天猫商家的营销活动之一，发挥的作用更多是帮助天猫商家去库存。上架拼多多限时秒杀活动的商品具有全网绝对低价的特点，而聚划算商品为相对低价的折扣商品。

我们理解阿里近年来致力于提升平台调性，天猫对阿里的重要程度愈发突出，更加重视品牌和消费升级，而京东以家电 3C 为主、坚持正品、服务至上的形象深入人心，拼多多则以价格优势聚拢对低价有需求的消费者，三大平台各自定位不同的消费需求。

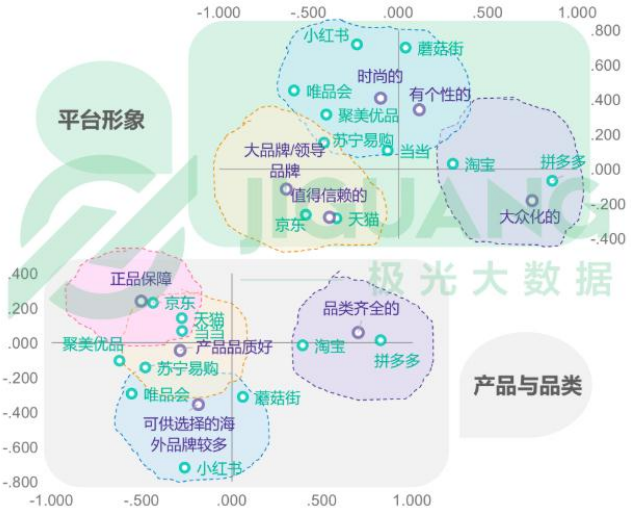
本报告版权属于安信证券股份有限公司。
各项声明请参见报告尾页。

图 31：拼多多具有价格便宜、容易使用的特点



资料来源：极光大数据，安信证券研究中心

图 32：拼多多具有大众化、品类齐全的特点



资料来源：极光大数据，安信证券研究中心

阿里、京东发力下沉市场渗透拼多多主阵地，而拼多多老用户的消费粘性仍然稳步提升，拼多多老用户较高的忠诚度反映出拼多多在满足低价需求方面已成功培育用户心智，我们认为拼多多已形成独特的低价调性壁垒。阿里、京东 2018 年起纷纷发力下沉市场，2019 财年淘宝天猫新增用户超过 70%来自欠发达地区，2Q19 新增用户中仍有超 70%来自欠发达地区；京东 2019Q3 新增用户中超过 70%来自低线市场。个推大数据显示，2019 年 10 月，拼多多用户 78.30%为淘宝用户。2018Q3 拼多多人均年化 GMV 为 894 元，根据拼多多 2019Q3 电话会议，拼多多老用户（12 个月以上用户）的人均 GMV 已达 2000 元，同比增长 124%。下沉市场为阿里和京东贡献了大量的活跃买家增量，但是拼多多用户的消费粘性并未受到阿里和京东下沉影响，实现高速增长。

3.3. 展望未来：C2M 加固平台调性护城河，未来有望进一步放大高性价比优势

C2M 的核心是通过大数据匹配供给和需求，在 C 端，拼多多通过分布式 AI 捕捉用户需求，针对消费者对特定品类、价格的需求打造爆款 SKU，实现定制化生产。在 M 端，拼多多寻找有能力生产消费者所需商品的工厂，在供给侧帮助生产线实现改造升级。最终将 C 端需求精准匹配给 M 端的生产商，在流通侧最大程度压缩中间渠道，从而降低交易成本，使商品的价格优势转化为规模优势。

2018 年 12 月，拼多多正式推出“新品牌计划”，计划扶持 1000 家覆盖各行业的优质制造企业，帮助企业有效触达平台消费者，以较低成本培育品牌。基于新电商创新的供需模式，拼多多正致力于通过需求侧的改革推动中小制造企业的供给侧改革，发挥互联网的平台优势，让价值回归生产与消费两端。

截至 2019 年 9 月，拼多多新品牌计划成员已达 85 家，超过 800 家包括知名品牌在内的企业参与了 C2M 定制化生产，累计推出超过 1800 款定制化产品，订单量超过 7000 万单。据亿邦动力网报道，拼多多副总裁井然预计公司未来 5 年 C2M 订单量将达到 10 亿级。

本报告版权属于安信证券股份有限公司。
各项声明请参见报告尾页。

图 33：拼工厂直播

资料来源：凤凰网财经，安信证券研究中心

图 34：多多果园

资料来源：极客网，安信证券研究中心

除拼多多外，阿里、京东均发力 C2M。阿里聚划算推出“厂销通”系统，帮助 C2M 工厂接入阿里经济体，随后成立 C2M 事业群。京东在 2019 年全球科技探索者大会上宣布基于京东 C2M 模式开发的游戏本和家电占比都已高达 40%，未来将发布 1 亿种新品及 C2M 产品。我们认为两类品类适合 C2M：①竞争格局天然分散、进入壁垒较低、无强势品牌的子行业。如在服装行业，由于商品非标化及准入门槛较低，竞争格局极其分散；据 Euromonitor，截至 2017 年，即使是全球市场市占率排名第一的品牌商 Nike，市占率也只有 3%左右，而中国女装市场 CR20 的市占率也仅约 10%，故而男女服装“白牌”商品更容易成功，而相比之下，同为服装子行业的运动服饰类发展白牌商品则较为困难；②虽然具备强势品牌，但是需求刚性、价格带广，强势品牌商品价格包含较多品牌溢价的消费品。如：手机行业三星、苹果、华为瓜分 50%以上的市场份额，但小米凭借亲民价位做大规模，同样获取了 8.7%的市场份额；厨电行业竞争格局虽不比家电，但老板、方太品牌同样强势，但苏宁自主品牌法迪欧主打低端、抢夺细分市场，增速可观。

那么最终谁能成为 C2M 的最大受益者？我们认为一方面取决于 C 端数据的搜集、分析和匹配能力，另一方面取决于平台是否能给 C2M 商品带来流量和销量。

手淘流量向天猫品牌商家倾斜，拼多多的流量分配机制有利于 C2M 的高性价比商品。在收入结构上，阿里电商业务对天猫变现的依赖程度较高，将天猫商家流量分流给 C2M 商品与阿里的变现模式相违背，而拼多多自成立以来一直以低价吸引流量，从 9 块 9 包邮到百亿补贴，值得注意的是，拼多多官方一直称平台主打“高性价比”商品而从未以给自己贴上“低价”标签，由此可见拼多多的目标客户不仅是热衷低价的下沉市场，中高收入人群的“高性价比”需求也是拼多多致力于满足的目标。C2M 商品的特点是低价优质，在拼多多的流量分配机制下，低价优质商品天然具有流量优势，与阿里相比，C2M 商品在拼多多上能够较低成本获取流量，从而实现薄利多销，进一步突显价格优势。

拼多多目前主要是通过对品牌商品进行百亿补贴来吸引一二线用户，借鉴 Costco 的经验，C2M 有望成为公司中长期维度吸引一二线用户的方式。拼多多在招股书中称公司未来想要打造类似 Costco 的模式，Costco 定位美国中产阶级消费者，其向供应链上游渗透开发出来的自有品牌 Kirkland Signature 因为极高的性价比市场表现优异，Kirkland 占 Costco 总收入比重不断提升，2011-2018 年由 20%提升至 27.6%。2018 年，Kirkland Signature 共有 319 个 SKU，占 Costco 总 SKU 约 9%，但是却贡献了 Costco 27.6%的收入，平均每个 SKU 实现收入 1.22 亿美元。Costco 自有品牌在中产阶级用户中的良好表现让我们对拼多多未来通过 C2M 吸引一二线用户充满信心。

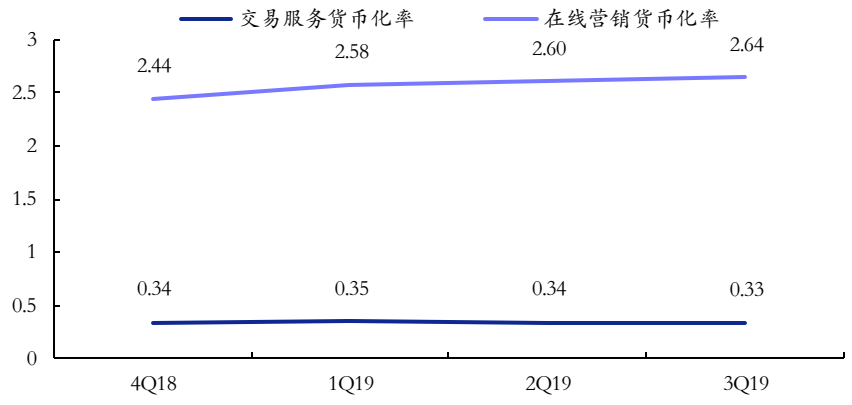
本报告版权属于安信证券股份有限公司。
各项声明请参见报告尾页。

4. 空间：关注拉新、复购及客单价，充足现金为后盾，商品端改善或迎跨越式成长

我们从 GMV 和货币化率两方面分析拼多多的收入增长空间，GMV 由人均 GMV 和用户规模构成，而货币化率由在线营销货币化率（在线营销收入/GMV）和交易服务货币化率（交易服务收入/GMV）两部分构成。

公司 4Q18-3Q19 交易服务货币化率保持稳定，在线营销货币化率略有提升。拼多多以 0 佣金吸引商家，在电商市场竞争激烈环境下，我们预计公司短期内货币化率将维持当前水平，公司收入增长将主要依靠 GMV 增长拉动；长期来看，我们预计公司可通过供应链金融等服务丰富 B 端业务，提升佣金货币化率。

图 35：拼多多近 12 个月货币化率（%）

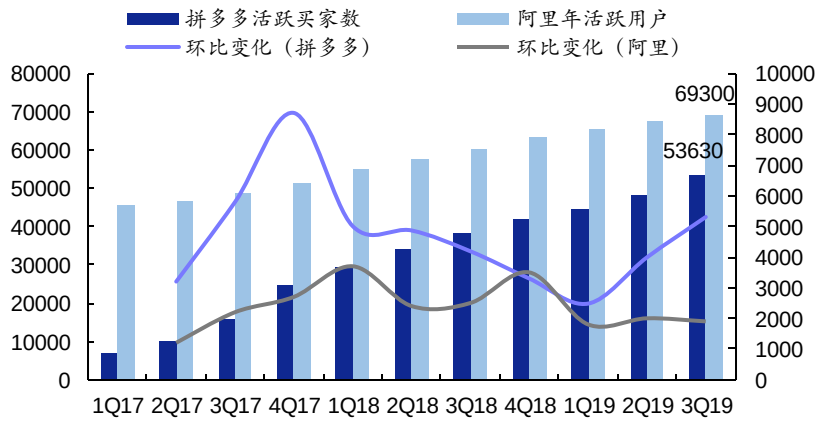


资料来源：招股书、公司财报，安信证券研究中心

4.1. 用户规模尚未触顶，低线拉新仍有空间，一二线市场如火如荼

拼多多用户规模增长迅速，年活跃买家数由 2017Q1 的 6770 万增长至 2019Q3 的 5.36 亿，平均每个季度新增用户 4260 万，现已超过京东（2019Q3 活跃买家 3.34 亿），活跃买家数仅次于阿里（2019Q3 活跃买家 6.93 亿）。

图 36：拼多多、阿里巴巴年活跃买家数（万人，1Q17-3Q19）



资料来源：招股书，公司财报，安信证券研究中心

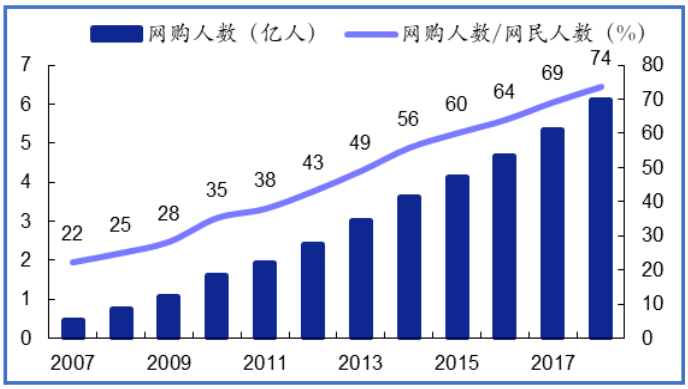
本报告版权属于安信证券股份有限公司。
各项声明请参见报告尾页。

下沉市场：守城攻城，空间仍大。据艾瑞咨询、CNNIC、国家统计局数据：2018 年，我国人口总数约 14 亿人，一二线 4 亿人，三线及以下城市 10 亿；网民规模共计 8.3 亿人，一二线 3.7 亿人，三线及以下城市 4.6 亿人；网购人数共计 6.1 亿人，一二线 2.4 亿人，三线及以下城市 3.7 亿人。一方面，我们测算在拼多多现有用户中，其已基本完成了三线及以下网购用户的覆盖；另一方面，我们从以上数据中发现，拼多多的崛起可能极大地刺激了低线城市用户的网购习惯（截止 2018 年在我国一二线城市中，网购习惯对网民的渗透率 66%；而在三线及以下城市，渗透率却高达 80%；将同样的数据口径倒推到 2017 年，一二线城市网购人数约为 2.4 亿人，网购习惯对网民的渗透率 72%，三线及以下城市网购人数约 2.9 亿人，网购习惯对网民的渗透率约 67%。）。故而，针对下沉市场，在渗透率较高、阿里与拼多多用户重合度较大前提下，一方面公司应着力增强现有用户粘性，另一方面则对接新用户有所作为（测算三线及以下尚有 5 亿人口尚未触网）。守城攻城，拼多多于下沉市场发力，空间仍大。

图 37：拼多多的崛起可能极大地刺激了低线城市用户的网购习惯，守城攻城，下沉市场空间仍大

2018	一二线	三线及以下	总数
人口	4.00	10.00	14.00
网民人数	3.60	4.60	8.20
网购人数	2.40	3.70	6.10
网购人数/网民人数	67%	80%	74%

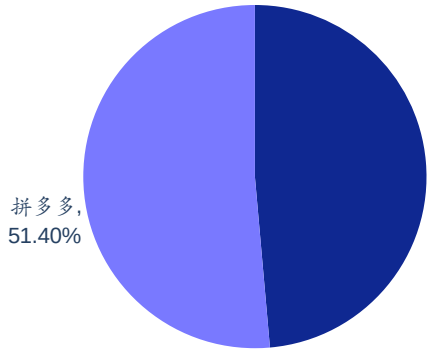
2017	一二线	三线及以下	总数
人口			
网民人数	3.40	4.30	7.70
网购人数	2.40	2.90	5.30
网购人数/网民人数	71%	67%	69%



资料来源：中国互联网络信息中心，安信证券研究中心

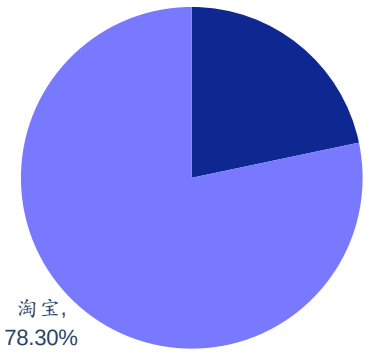
一二线用户占比较低，用户规模仍有提升空间。随着公司 2019Q2 开启百亿补贴，年活跃买家数环比增长提速，2019Q2、2019Q3 各新增活跃买家 3990 万人、5310 万人。根据个推大数据，2019 年 10 月，51.4%的手淘用户为拼多多用户，78.3%的拼多多用户为手淘用户，拼多多用户 72.4%来自三线及以下城市，而手淘三线及以下城市用户占比为 57.3%。拼多多一二线客户占比较低，且阿里系用户有近半数仍未下载拼多多 APP，拼多多通过百亿补贴进一步渗透一二线用户和手淘用户仍有较大空间。

图 38：手淘中的拼多多用户占比（2019 年 10 月）



资料来源：个推大数据，安信证券研究中心

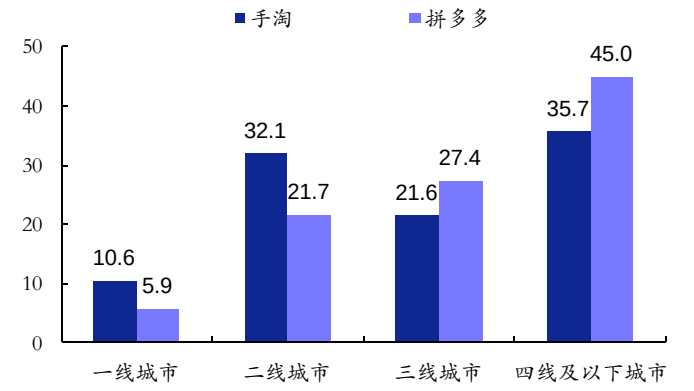
图 39：拼多多用户中的手淘用户占比（2019 年 10 月）



资料来源：个推大数据，安信证券研究中心

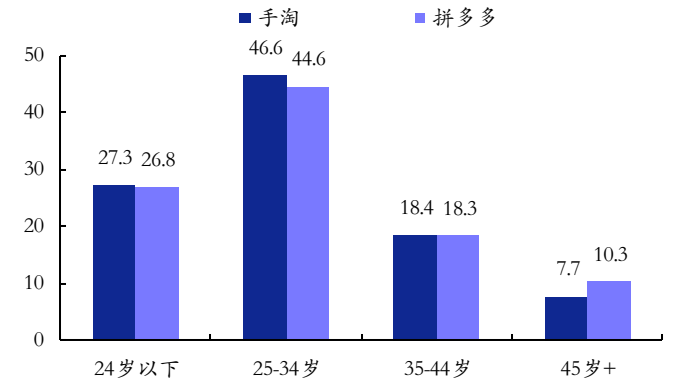
本报告版权属于安信证券股份有限公司。
各项声明请参见报告尾页。

图 40：手淘、拼多多用户城市分布（2019 年 10 月）



资料来源：个推大数据，安信证券研究中心

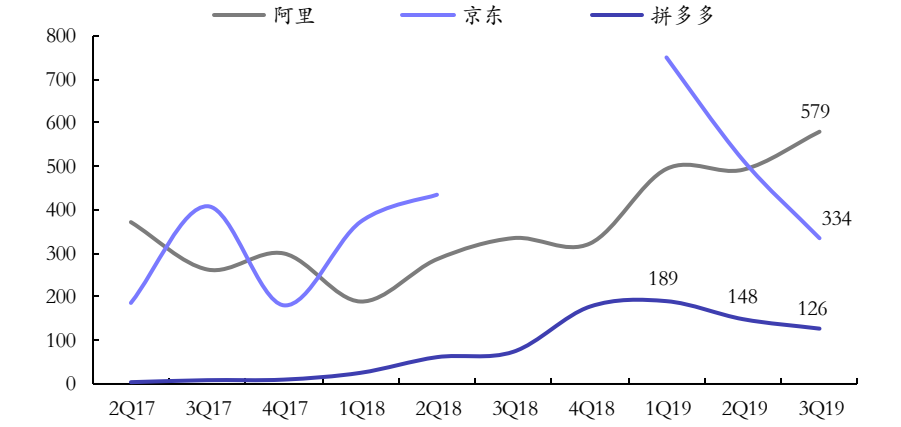
图 41：手淘、拼多多用户年龄分布（2019 年 10 月）



资料来源：个推大数据，安信证券研究中心

当前从新增客户口径来看，获客成本相比阿里、京东较低。我们以营销费用/新增活跃买家数计算阿里、京东、拼多多的获客成本，2019Q3 阿里、京东、拼多多的获客成本分别为 579、334、126 元/人，拼多多的获客成本与阿里、京东相比较低；且自 2019Q1 以来，拼多多的获客成本呈下降趋势，体现其营销推广模式在现阶段仍有较强的成本优势。此外，公司百亿补贴在二三季度获客方面取得显著战略效果(2019Q2/Q3 各新增活跃买家 3990/5310 万人)，据公司 2019Q3 电话会议资料显示，拼多多仍将在用户规模方面进行投资，当前 5.36 亿用户规模距离阿里数字经济体 9.6 亿用户（2019Q2）以及微信 11.51 亿用户（2019Q3）仍有较大提升空间。

图 42：阿里、京东、拼多多获客成本（元/人）



资料来源：招股书，公司财报，安信证券研究中心，注：获客成本=Non-GAAP 营销费用/新增活跃买家

4.2. 客单频次双重拉动，人均 GMV 持续攀升

据公司公告，截至 2019Q3，拼多多年活跃买家人均 GMV 达 1567 元，高线市场人均 GMV 较高，基于 2019 年 1-9 月的数据，一线城市买家的人均 GMV 已达 5000 元。根据阿里巴巴港股招股书，截至 2019Q1，阿里来自欠发达地区新增消费者的人均 GMV 已超过 2000 元。此外，与阿里、京东 2019Q3 人均 GMV 8264、5015 元相比，拼多多用户人均 GMV 仍有较大提升空间。

本报告版权属于安信证券股份有限公司。
各项声明请参见报告尾页。

三项数据说明公司平台早期用户购买习惯或在增强：①单个活跃买家交易额高速增长：单个活跃买家交易额仍以 70-90%的年复合增速提升，且取代年活跃买家人数增长，成为 GMV 增长的关键驱动力，根据拼多多 2019Q3 电话会议，拼多多老用户（12 个月以上用户）的人均 GMV 已达 2000 元；②季度月活/年活跃买家人数在提升：据公司公告，其披露年活跃买家口径为一年内在平台达成购买交易的买家人数（包括 APP 及其他渠道），月活口径为一月内在 APP 端达成购买交易的买家人数；自 2017Q1 至 2019Q3，该比例从 22.2%提升至 80.1%，既反映了用户购买频次的增加，也反映了用户对使用 APP 购买（而非小程序及其他渠道）习惯的增强；③小程序用户比例下降：微信及小程序在拼多多发展之初为其提供了极其重要的流量来源，而据 Questmobile，2019 年 3 月、6 月、8 月，小程序用户占平台去重用户总量比重分别为 26.9%、24.6%、23.3%，显示平台用户运营能力增强。

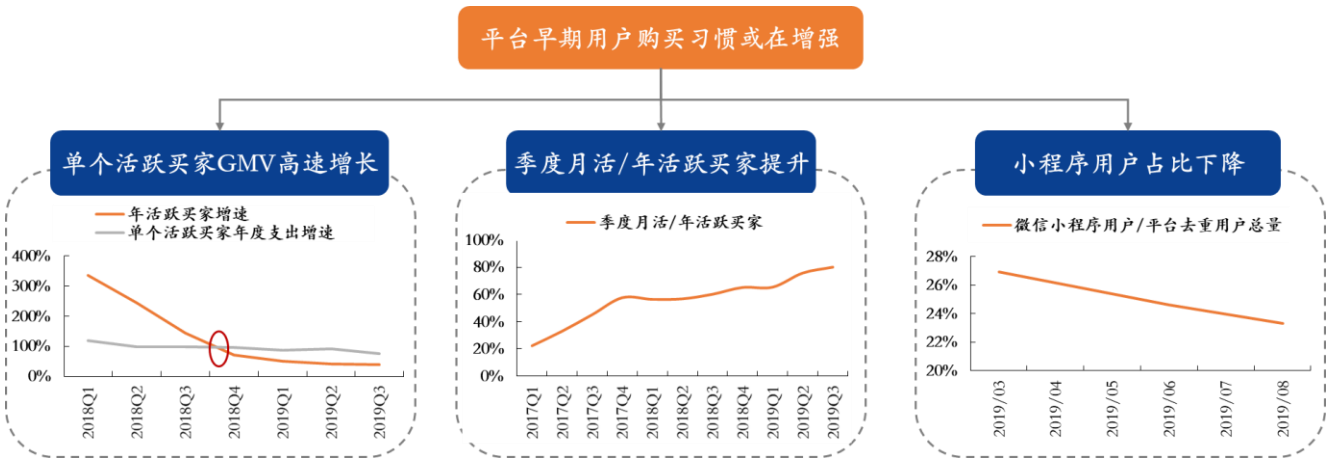
一方面，我们看到拼多多的老用户随着时间的推移对平台的粘性逐渐提升，另一方面一二线城市高 ARPU 买家占比不断提升，拼多多的人均 GMV 有望持续提升。为进一步提升人均 GMV，拼多多在客单价提升以及消费频次提升方面均采取了多项措施。

表 9：滚动 12 月数据来看：单个活跃买家交易额仍以 70-90%的年复合增速提升，且取代年活跃买家人数增长，成为 GMV 增长的关键驱动力

	2017Q1	2017Q2	2017Q3	2017Q4	2018Q1	2018Q2	2018Q3	2018Q4	2019Q1	2019Q2	2019Q3
年活跃买家（亿人）	0.7	1.0	1.6	2.4	2.9	3.4	3.9	4.2	4.4	4.8	5.4
YOY					335.6%	244.6%	144.5%	71.0%	50.3%	40.6%	39.1%
人均 GMV（元/年）	308.7	385.0	449.2	576.9	673.9	762.8	894.4	1126.9	1257.3	1467.5	1566.7
YOY					118.3%	98.1%	99.1%	95.3%	86.6%	92.4%	75.2%
滚动 12 月 GMV（亿元）	209.0	383.8	708.4	1,412.3	1,987.3	2,621.0	3,447.9	4,716.1	5,573.6	7,091.0	8,402.2
YOY					850.7%	582.6%	386.3%	234.0%	180.5%	170.5%	143.7%

资料来源：公司公告，安信证券研究中心

图 43：多角度来看，平台早期用户购买习惯或在增强



资料来源：公司公告，Questmobile，安信证券研究中心

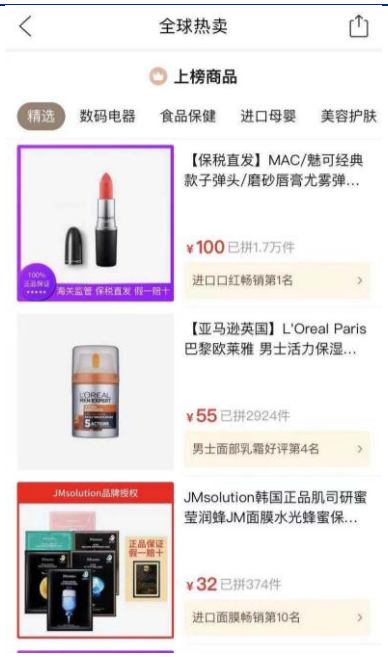
4.2.1. 高客单商品+满减，提升客单价

拼多多 2017 年客单价为 33 元，2018 年客单价同比增长 30.6%至 43 元，据公司 2Q19 电话会议，公司 2019 上半年客单价已突破 50 元。

开设全球购，引入高单价商品。拼多多 2019 年 4 月在 APP 端口接入全球购入口，拼多多全球购负责人表示，未来 3 年内，拼多多将引入 10000 个国际顶尖品牌，培育超过 100 个年销售额过千万的进口品牌，实现以跨境直邮和保税商品为核心的全球购业务年销售额超过 2000 亿元。我们观察到拼多多全球购中当日全球热卖商品的单品价格高于 2018 年的客单价水平，而全球购板块中的商品普遍具有高单价的特征，随着全球购业务贡献 GMV 的提升，拼多多未来客单价有望进一步提升。

百亿补贴以高单价品牌商品为主。拼多多 CEO 黄峥在 2019 年 10 月 10 日公司四周年庆的动员会上表示公司联合品牌商推出的百亿补贴活动，主要针对的是高客单价的品牌商品。拼多多 2019 年 6.18 和双 11 公布的百亿补贴成绩均提及高客单价商品销量的增长。6.18 当天 10 时上线的售价 6.58 万的奇瑞汽车平均每小时卖出近百辆，新款 iPhone 单日订单超 30 万。2019 年 11 月 1 日-11 日，新款 iPhone 售出超 40 万台，11 日零点刚过 16 分，平台汽车销量即破 1000 台。

图 44：拼多多全球日卖排行榜



资料来源：拼多多 APP，安信证券研究中心

图 45：拼多多百亿补贴精选产品

资料来源：拼多多 APP，安信证券研究中心

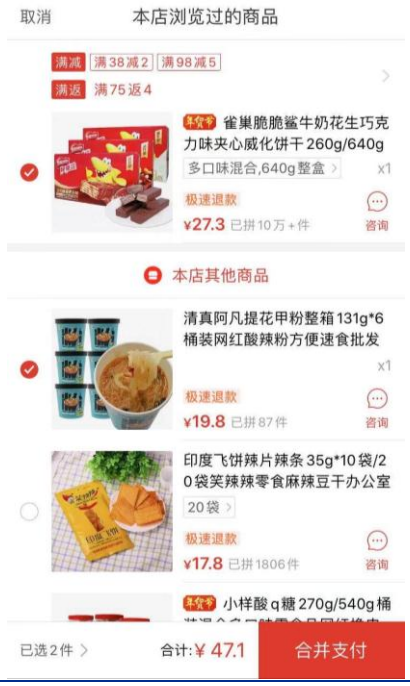
不设购物车，以满减提升客单价。不设购物车的模式有助于提升用户购买的即时性，但是不利于提升客单价，目前拼多多仍坚持无购物车模式，以返现和领券两种方式提升客单价。①返现：以拼单返现的形式鼓励消费者提高客单价，当日消费满一定金额次日返券，现金券为平台通用，使用期限为 50 年，拼单返现一方面有助于提升客单价，另一方面通过延时性现金券的形式有助于提升消费者对平台的粘性。②领券：商家可在店铺内设置满减优惠，鼓励消费者多单购买，消费者在商品界面领取店铺优惠券后，可在客服界面进入满减界面，在同一商家一次订购多款 SKU。

本报告版权属于安信证券股份有限公司。
各项声明请参见报告尾页。

图 46：拼多多返现领券页面

资料来源：拼多多 APP，安信证券研究中心

图 47：拼多多满减购物页面

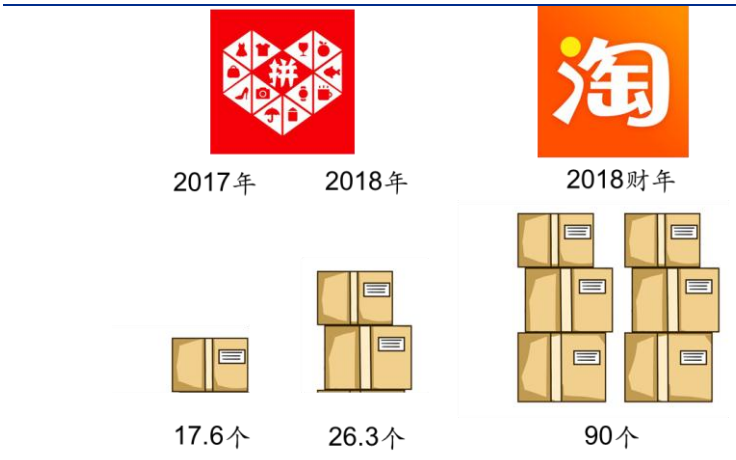


资料来源：拼多多 APP，安信证券研究中心

4.2.2. 多价格层次+高复购品类，提升消费频次

2017 年拼多多单个用户的年购买频次为 17.6 次，2018 年同比增长 49.64%至 26.3 次。根据阿里巴巴 2018 财年年报数据，阿里巴巴 2018 财年电商平台人均订单数为 90 个，其中五年以上老客户人均订单数为 132 个，使用一年的新客户平均订单数为 27 个。**与阿里相比，拼多多的产品丰富度不足，但考虑到拼多多平台商品单价较低，且包邮门槛较低，随着拼多多 SKU 的不断丰富，我们认为拼多多用户的购买频次与阿里相比仍有较大的提升空间。**

图 48：拼多多用户年购买频次与淘宝天猫仍有较大差距



资料来源：招股书，公司财报，安信证券研究中心

在消费频次提升方面，拼多多一方面着力于进军品牌商品，扩充 SKU，满足消费者对更多价格层次的需求，另一方面继续夯实在水果、母婴等高复购率品类中的竞争优势。

本报告版权属于安信证券股份有限公司。
各项声明请参见报告尾页。

平台商品品类比较齐全，已实现与淘宝天猫几乎一致的品类丰富度。拼多多目前拥有 19 个品类，包括：男装、食品、水果、百货、美妆、女装、手机、电器、内衣、海淘、电脑、母婴、运动、鞋包、汽车、家具、家装、家纺、医药；而淘宝天猫下设 20 个品类，包括食品、洗护、生鲜、男装、手机、数码、美妆、百货、女装、鞋靴、家装、箱包、母婴、饰品、内衣、运动、电器、车品、企业、保健。

在各品类下的商品和品牌丰富度方面，拼多多还有所不足。据联商网报道，2019 年 5 月，拼多多联合品牌方推出“美好生活万人团”活动，近千家国内外顶尖品牌、拼多多“新品牌计划”成员、“上海老字号新电商计划”联盟成员，以及超过 500 个产业带优质工厂等品牌商参与，涉及企业主体近 2000 家。而阿里巴巴在 2019 年三季报中披露超 20 万品牌将参与 2019 年天猫双十一大促。**从促销活动商家参与规模来看，拼多多平台上的品牌数量与淘宝天猫相比仍有较大差距。**

自 2018 年起便开始以倾斜流量的方式在平台上线品牌商品，先后以品牌馆、品牌特卖的资源位形式呈现，但效果不佳。主要因为①流量倾斜难以在平销场景实现：拼多多在资源位上对品牌商倾斜但是在推荐和搜索等平销场景中品牌商品并没有得到相应的流量倾斜，因为平销场景是平台 GMV 的主要来源，在平销场景中对品牌商品进行大量的倾斜会导致流量错配，拉低平台 GMV。没有平销场景的流量倾斜，品牌商家在拼多多的销量欠佳；②品牌商家数量少：平台上的品牌商家数量较少，如果对用户开放搜索而用户搜索不到想找的品牌，会对平台造成负面印象，因此在品牌馆和品牌特卖中拼多多均没有上线搜索功能，而没有搜索功能又会反向导致用户使用度较低；③二选一：品牌二选一导致平台品牌商家数量难以拓展。

战略性提出百亿补贴，对品牌商品既投入流量扶持，又投入大量的资金支持。①流量：百亿补贴以横幅式的大入口形式出现在拼多多 APP 的首页，可以吸引大量的平台流量。②资金：百亿补贴的机制是对品牌商品在全网最低价的基础上再打八折或九折，我们估计商家提供 1-2 个点的折扣而剩余部分均由拼多多进行补贴。

百亿补贴有望帮助拼多多在品牌商品端实现突破。百亿补贴类目下共有手机、电脑、大家电、百货、美妆、服饰、运动、食品、美家、生鲜、潮鞋、数码、小家电、母婴、车品、办公、海淘、医药、包饰共 19 个品类，苹果、华为、任天堂、海蓝之谜、SK-II、戴森、飞利浦、adidas yeezy、巴黎世家、巴宝莉、Monclear、加拿大鹅、Off White 等高端品牌均出现在百亿补贴入口，虽然各品牌下 SKU 数量不多，但是百亿补贴入口已向用户开放搜索功能，由此推测入驻百亿补贴的品牌商家数量已呈现一定规模。在 3Q19 拼多多收入增长不及预期，亏损超预期的背景下，拼多多仍然提出坚持百亿补贴，我们估计百亿补贴在达成丰富平台品牌商品的战略目标方面已发挥了较好的效果。

百亿补贴的货品来源：百亿补贴的品牌商品分为两类，一类是海淘商品，另一类是非海淘商品。售卖海淘类品牌商品的商家需要提供采购凭证，而售卖非海淘类品牌商品的商家需要向平台上传品牌商的一级授权。为了保证平台商品均为正品，拼多多通过严格罚款的机制来约束商家。

本报告版权属于安信证券股份有限公司。
各项声明请参见报告尾页。

图 49：百亿补贴海淘类品牌商品

资料来源：拼多多 APP，安信证券研究中心

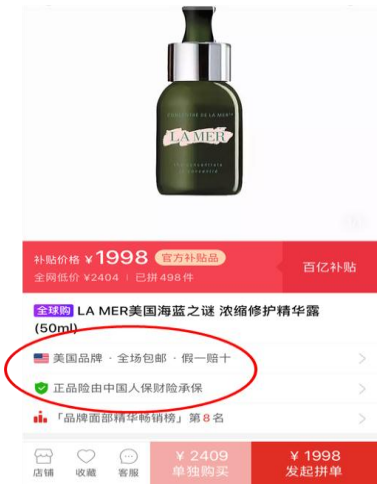
图 50：百亿补贴非海淘类品牌商品

资料来源：拼多多 APP，安信证券研究中心

打假+保险，拼多多不断追求消费者信任。自 2018 年开展“双打”行动之后，拼多多于 2019 年一季度推出质控项目以加强知识产权保护，项目包括 1000 知名品牌。公司与超过 12000 品牌签署了产权保护协议，设计了超过 6000 个监控模型，97%疑似假冒商品在触达用户前被拦截。此外，我们观察到拼多多为了增强用户在品牌商品购买时的信心，对商品承诺假一赔十，同时对部分商品提供“正品险”。一方面，拼多多通过打假和质控项目减少平台上假货的供给，另一方面，拼多多通过增信措施不断增强消费者对平台正品的信心。

据我们观察，拼多多品牌特卖中的商家部分为官方直营，部分为非官方直营。以美妆品类为例，海蓝之谜、雅诗兰黛等均非官方直营店，拼多多也曾经与海蓝之谜因品牌授权闹出乌龙。因品牌商家上线平台时只需提供品牌商的一级授权，因此拼多多上售卖非海淘类品牌商品的部分为品牌商旗下的经销商。虽然拼多多上多数高端品牌没有品牌商直营作为背书，但是公司希望通过平台的质控项目和打假措施，以平台为背书，让用户通过自己的购物体验，理解在拼多多平台上购买的都是真品，性价比高的产品。

图 51：拼多多增信措施



资料来源：拼多多 APP，安信证券研究中心

图 52：拼多多正品险

资料来源：拼多多 APP，安信证券研究中心

本报告版权属于安信证券股份有限公司。
各项声明请参见报告尾页。

随着百亿补贴持续进行，平台品牌数量不断丰富，品牌商家在拼多多平台实现的 GMV 初现规模时，商家不会轻易放弃拼多多大量的流量来源，虽然品牌商面临二选一问题，但拼多多正在与经销商、品牌商探索更多创新的解决路径。**随着品牌商家规模不断扩大，平台能够逐渐满足用户更多价格层次的消费需求，一二线用户的消费粘性有望逐渐提升，同时不断满足下沉市场用户的消费升级需求。**

在水果、母婴产品等高复购率的品类上，拼多多具有较强的竞争优势。

农货上行：根据拼多多扶贫助农年报，2018 年拼多多平台农产品及农副产品订单总额达 653 亿元，较 2017 年的 196 亿元同比增长 233%，预计 2019 年拼多多农产品及农副产品上行规模将达 1200 亿元。拼多多已经成为中国最大的农产品上行平台之一，在农产品领域成功培育出用户心智。2018 年中国生鲜市场线上渗透率仅 5.1%，拼多多生鲜市场的增长空间巨大。

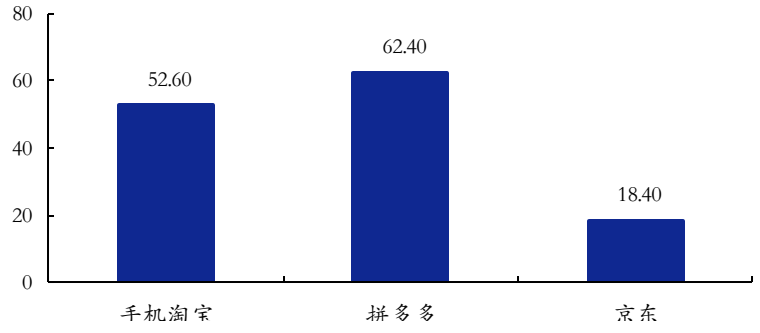
在农货上行方面，拼多多与阿里和京东相比，在供给端做得更好，在需求端更具优势。

供给端：阿里和京东更多是在运营方面进行农货上行，而拼多多针对上游生产端的改造更加深入，拼多多农货团队在深入各大产区的过程中遭遇两大普遍难题，①贫困地区基础设施薄弱，快递物流吞吐量小，部分贫困县的农产品要运输到地级市才能进行有效集散，不仅错过了农产品的最佳成熟期，也由此产生了大额冷链及仓储成本，无法形成价格优势，只能靠固定补贴维持；②贫困地区懂电商的青年人稀缺，较为依赖外地客商，很难形成该地区的“内生动力”。因此，拼多多于 2017 年底践行“人才本地化、产业本地化、利益本地化”策略，并通过“多多大学”和“新农人返乡体系”，带动有能力的、特别是受过高等教育的青年人返乡创业，2018 年全年拼多多累计带动 18390 名新农人，其中超过 11000 名为返乡人才。过去三年以来，拼多多已累积带动 62000 余名新农人，基本实现覆盖中国各大主要农产区。

需求端：①农货中央处理系统：在过去三年间，拼多多大力倾斜资源和技术，持续完善“拼农货”模式。期间，平台创新打造了“农货中央处理系统”，输入各大产区包括地理位置、特色产品、成熟周期等信息，经由系统运算后，将各类农产品在成熟期内匹配给消费者。②模式优势：农产品成熟季短的特点要求平台能够迅速匹配大量需求，拼多多的分布式 AI 能够更准确地刻画用户画像，社交和拼团模式对短时间内进行爆款销售具有较大的优势。

母婴：母婴类产品多为刚需高频产品，下沉市场用户对此类产品具有较高的价格敏感性，据魔镜市场情报数据显示，拼多多母婴产品均价由 2017 年 6 月的 21.08 元提升至 2019 年 10 月的 23.31 元，拼多多在母婴品类上依然坚持低价策略。拼多多在下沉市场母婴品类上的竞争优势显著，据 QuestMobile 数据显示，拼多多在三线及以下市场 30-40 岁有孩子的用户的渗透率达 62.40%，高于手淘和京东。

图 53：2019 年 9 月移动购物行业 TOP3 APP 在辣妈奶爸人群渗透率



资料来源：QuestMobile，安信证券研究中心，注：辣妈奶爸指三线及以下市场中 30-40 岁且有孩子的用户

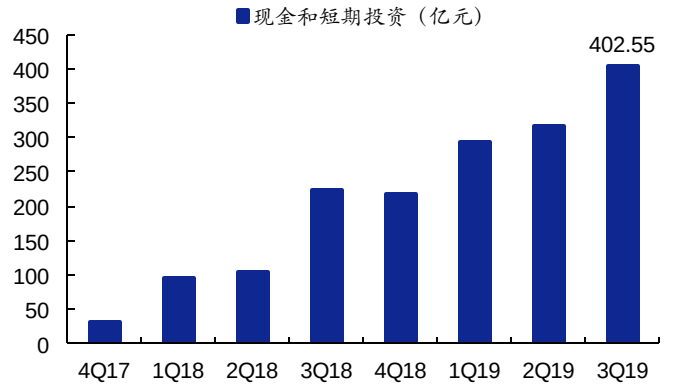
4.3. 账面现金充足，支撑公司长期投资

拼多多 2019 年通过百亿补贴反攻一二线，营销费用率维持较高水平，导致公司持续亏损。公司将营销费用视作对未来长期增长的投资，将坚持进行补贴，高额补贴必然带来一定程度的亏损，为此，拼多多在资本上做了充足的准备。2019 年 2 月，拼多多增发 10 亿美元融资，9 月以 0 利率通过可转债融资 10 亿美元。

拼多多账面现金充足，可以在较长的时间跨度内满足公司的投资需求。公司 2019Q3 经营性现金流净额环比有所下降但保持正值，截至 2019Q3，公司现金、现金等价物及短期投资总额为 402.55 亿元，公司现金状况良好，能够继续支撑公司对长期发展进行投资。

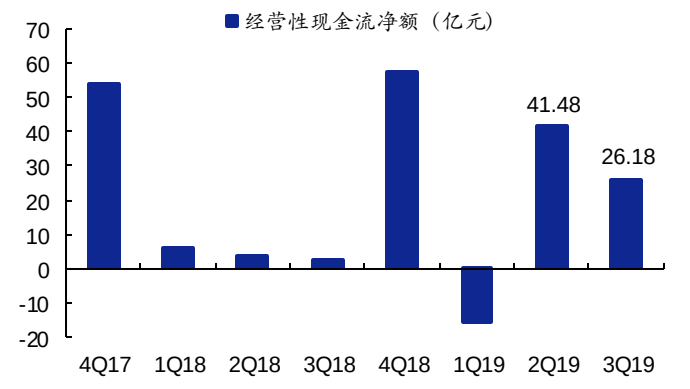
大股东持股比例高，定增空间大。截至 2019 年 3 月 31 日，黄峥持股 44.60%，腾讯持股 16.90%。拼多多尚有通过可转债、定增等手段进行融资的空间和能力，2019 年 Q3 公司以 0 利率发行 10 亿美元可转债也反映了资本市场对公司价值的认可。

图 54：拼多多现金和短期投资（4Q17-3Q19）



资料来源：招股书，公司财报，安信证券研究中心

图 55：拼多多经营性现金流净额（4Q17-3Q19）



资料来源：招股书，公司财报，安信证券研究中心

拼多多通过“低价+拼团”的模式实现了用户规模的快速增长，未来仍将持续补贴渗透一二线市场扩大用户规模，不断丰富 SKU 提升用户粘性，综合上述讨论我们认为拼多多以当前战略发展，GMV 增长仍有较大的提升空间。

4.4. 存量用户 ARPU 提升确保短期收入增长，长期关注商品端突破

以上我们分析了拼多多当下的收入增长措施，为了进一步探索拼多多 2020 年 GMV 和收入增长的具体空间，我们根据用户在平台留存时间的不同对拼多多用户的人均 GMV 进行拆分预测和敏感性分析，假设用户人均 GMV 随着在平台留存时间的变化能够延续历史增长趋势且不考虑用户流失情况(公司电话会议称3Q19 留存12个月以上活跃买家人均GMV超2000元与我们的假设测算结果一致)。中性假设下，公司 2020 年人均 GMV 为 2193 元，总用户规模达 6.613 亿人，对应收入增速为 42.78%。敏感性分析结果显示，若拼多多活跃买家的人均 GMV 随留存时间的变化能够延续此前的增长趋势，拼多多 2020 年收入最保守假设下（用户数不增长，老用户人均 GMV 不增长）可实现 24.82%的增速。**我们认为短期内拼多多依靠存量用户人均 GMV 提升仍能保证高于 20%的收入增速，但收入长期增长需要关注拼多多能否在品质商品端实现突破，推动老用户人均 GMV 边际提升。**

本报告版权属于安信证券股份有限公司。
各项声明请参见报告尾页。

表 10：活跃买家人均 GMV 根据留存时间的拆分和预测

		年化人均 GMV（元）			
加入平台时间	活跃买家数（亿人）	3Q17	3Q18	3Q19	4Q20E
3Q17 及以前	1.577	450	1537	2678	3500
4Q17-3Q18	2.278		450	1537	2848
4Q18-3Q19	1.508			450	1822
4Q19-4Q20	1.250				450
总用户规模/人均 GMV	6.613				2193

资料来源：招股书，公司财报，安信证券研究中心

表 11：2020 年收入增速敏感性分析

2020 年收入增速敏感性分析（%）		3Q17 前加入平台的老用户 2020 年人均 GMV（元）													
		2700	2800	2900	3000	3100	3200	3300	3400	3500	3600	3700	3800	3900	4000
2020 年活跃买家数（亿人）	5.363	24.82	26.38	27.93	29.48	31.04	32.59	34.14	35.70	37.25	38.80	40.35	41.91	43.46	45.01
	5.413	25.05	26.60	28.15	29.70	31.26	32.81	34.36	35.92	37.47	39.02	40.58	42.13	43.68	45.23
	5.463	25.27	26.82	28.37	29.93	31.48	33.03	34.59	36.14	37.69	39.24	40.80	42.35	43.90	45.46
	5.513	25.49	27.04	28.59	30.15	31.70	33.25	34.81	36.36	37.91	39.47	41.02	42.57	44.12	45.68
	5.563	25.71	27.26	28.82	30.37	31.92	33.48	35.03	36.58	38.13	39.69	41.24	42.79	44.35	45.90
	5.613	25.93	27.48	29.04	30.59	32.14	33.70	35.25	36.80	38.36	39.91	41.46	43.01	44.57	46.12
	5.663	26.15	27.71	29.26	30.81	32.36	33.92	35.47	37.02	38.58	40.13	41.68	43.24	44.79	46.34
	5.713	26.37	27.93	29.48	31.03	32.59	34.14	35.69	37.25	38.80	40.35	41.90	43.46	45.01	46.56
	5.763	26.60	28.15	29.70	31.25	32.81	34.36	35.91	37.47	39.02	40.57	42.13	43.68	45.23	46.78
	5.813	26.82	28.37	29.92	31.48	33.03	34.58	36.13	37.69	39.24	40.79	42.35	43.90	45.45	47.01
	5.863	27.04	28.59	30.14	31.70	33.25	34.80	36.36	37.91	39.46	41.02	42.57	44.12	45.67	47.23
	5.913	27.26	28.81	30.37	31.92	33.47	35.02	36.58	38.13	39.68	41.24	42.79	44.34	45.90	47.45
	5.963	27.48	29.03	30.59	32.14	33.69	35.25	36.80	38.35	39.90	41.46	43.01	44.56	46.12	47.67
	6.013	27.70	29.26	30.81	32.36	33.91	35.47	37.02	38.57	40.13	41.68	43.23	44.79	46.34	47.89
	6.063	27.92	29.48	31.03	32.58	34.14	35.69	37.24	38.79	40.35	41.90	43.45	45.01	46.56	48.11
	6.113	28.15	29.70	31.25	32.80	34.36	35.91	37.46	39.02	40.57	42.12	43.67	45.23	46.78	48.33
	6.163	28.37	29.92	31.47	33.03	34.58	36.13	37.68	39.24	40.79	42.34	43.90	45.45	47.00	48.56
	6.213	28.59	30.14	31.69	33.25	34.80	36.35	37.91	39.46	41.01	42.56	44.12	45.67	47.22	48.78
	6.263	28.81	30.36	31.92	33.47	35.02	36.57	38.13	39.68	41.23	42.79	44.34	45.89	47.45	49.00
	6.313	29.03	30.58	32.14	33.69	35.24	36.80	38.35	39.90	41.45	43.01	44.56	46.11	47.67	49.22
	6.363	29.25	30.80	32.36	33.91	35.46	37.02	38.57	40.12	41.68	43.23	44.78	46.33	47.89	49.44
	6.413	29.47	31.03	32.58	34.13	35.69	37.24	38.79	40.34	41.90	43.45	45.00	46.56	48.11	49.66
	6.463	29.69	31.25	32.80	34.35	35.91	37.46	39.01	40.57	42.12	43.67	45.22	46.78	48.33	49.88
	6.513	29.92	31.47	33.02	34.58	36.13	37.68	39.23	40.79	42.34	43.89	45.45	47.00	48.55	50.10
	6.563	30.14	31.69	33.24	34.80	36.35	37.90	39.46	41.01	42.56	44.11	45.67	47.22	48.77	50.33
	6.613	30.36	31.91	33.46	35.02	36.57	38.12	39.68	41.23	42.78	44.34	45.89	47.44	48.99	50.55
	6.663	30.58	32.13	33.69	35.24	36.79	38.35	39.90	41.45	43.00	44.56	46.11	47.66	49.22	50.77
	6.713	30.80	32.35	33.91	35.46	37.01	38.57	40.12	41.67	43.23	44.78	46.33	47.88	49.44	50.99
	6.763	31.02	32.58	34.13	35.68	37.23	38.79	40.34	41.89	43.45	45.00	46.55	48.11	49.66	51.21

资料来源：安信证券研究中心

本报告版权属于安信证券股份有限公司。
各项声明请参见报告尾页。

5. 投资建议

在阿里、京东两家独大背景下，拼多多过去几年的崛起速度可谓出人意料；回顾其发展历程，既有聚焦，亦有改变。当前虽然阿里京东均发力下沉市场，拼多多仍然实现了用户忠诚度的较大提升，我们认为其背后的原因在于先前模式的积累、变化以及商家、用户需求的良好匹配；而远观未来，我们看好拼多多紧抓商家及用户需求分层、主打高性价比、迭代扩张的优势及能力，同时也认同其巨额补贴过后是否具备较高获客效率及留存率、未来若竞争进一步恶化如何应对等问题需要密切跟踪。我们分析拼多多作为电商黑马的模式、壁垒及潜在价值，并据此推荐：1）同样拥有超强消费者需求应对及供应链整合能力的线下龙头公司永辉超市、家家悦、苏宁易购、南极电商、红旗连锁、爱婴室等；2）发力下沉市场、广阔空间大有可为的品牌渠道商珀莱雅、丸美股份、周大生、天虹股份等。

6. 风险提示

1）行业竞争加剧；2）渠道整合不及预期；3）低线城市消费升级不及预期；4）短期费用大幅拖累。

本报告版权属于安信证券股份有限公司。
各项声明请参见报告尾页。

■ 行业评级体系

收益评级:

领先大市 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 10%以上;

同步大市 — 未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-10%至 10%;

落后大市 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 10%以上;

风险评级:

A — 正常风险，未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动;

B — 较高风险，未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动;

■ 分析师声明

刘文正声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

■ 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

■ 免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

本报告的估值结果和分析结论是基于所预定的假设，并采用适当的估值方法和模型得出的，由于假设、估值方法和模型均存在一定的局限性，估值结果和分析结论也存在局限性，请谨慎使用。

■ **销售联系人**

上海联系人	潘艳	上海区域销售负责人	18930060852	panyan@essence.com.cn
	侯海霞	上海区域销售总监	13391113930	houhx@essence.com.cn
	朱贤	上海区域销售总监	13901836709	zhuxian@essence.com.cn
	李栋	上海区域高级销售副总监	13917882257	lidong1@essence.com.cn
	刘恭懿	上海区域销售副总监	13916816630	liugy@essence.com.cn
	孙红	上海区域销售副总监	18221132911	sunhong1@essence.com.cn
	苏梦	上海区域销售经理	13162829753	sumeng@essence.com.cn
	秦紫涵	上海区域销售经理	15801869965	qinzh1@essence.com.cn
	陈盈怡	上海区域销售经理	13817674050	chenyy6@essence.com.cn
	王银银	上海区域销售经理	18217126875	wangyy4@essence.com.cn
北京联系人	李倩	北京基金组主管	18500075828	liqian1@essence.com.cn
	温鹏	北京基金组销售副总监	13811978042	wenpeng@essence.com.cn
	夏坤	北京基金组销售副总监	15210845461	xiakun@essence.com.cn
	曹琰	北京基金组销售经理	15810388900	caoyan1@essence.com.cn
	张莹	北京保险组主管	13901255777	zhangying1@essence.com.cn
	姜东亚	北京保险组销售副总监	13911268326	jiangdy@essence.com.cn
	张杨	北京保险组销售副总监	15801879050	zhangyang4@essence.com.cn
	王帅	北京保险组销售经理	13581778515	wangshuai1@essence.com.cn
深圳联系人	胡珍	深圳基金组高级销售副总监	13631620111	huzhen@essence.com.cn
	范洪群	深圳基金组销售副总监	13922833856	fanhq@essence.com.cn
	黎欢	深圳基金组销售经理	15820484816	lihuan@essence.com.cn
	聂欣	深圳基金组销售经理	13540211209	niexin1@essence.com.cn
	巢莫雯	深圳基金组销售经理	18682080397	chaomw@essence.com.cn
	杨萍	深圳基金组销售经理	13723434033	yangping1@essence.com.cn
	黄秋琪	深圳基金组销售经理	13699750501	huangqq@essence.com.cn

安信证券研究中心

深圳市

地　址： **深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层**

邮　编： 518026

上海市

地　址： **上海市虹口区东大名路638号国投大厦3层**

邮　编： 200080

北京市

地　址： **北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层**

邮　编： 100034

本报告版权属于安信证券股份有限公司。
各项声明请参见报告尾页。

如果群里报告过期

请加微信联系我索取最新

1、每日微信群内分享7+最新重磅报告;

2、每日分享当日华尔街日报、金融时报

3、如果看到群里报告过期了，请扫码联系

4、行研报告均为公开版，权利归原作者所有，仅分发做内部学习

扫一扫二维码后台回复 加群

加入“研究报告”微信报告群。